




3 1761 11554424 9



Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544249>



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Government
Publications

CA1
FN 73
- M56

24

Monetary Policy Report

January 2011



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



Contents

Overview	1
The Global Economy	2
Recent Developments	3
Developments in Global Financial Markets	4
Outlook for the Global Economy	11
The Canadian Economy	14
Recent Developments	15
Business Activity	16

Monetary Policy Report

January 2011

Risks to the Outlook	21
Technical Issues	22
Recent Developments in U.S. Monetary Policy	23
Recent Policy Developments in Canada	24
Outlook for Canada and the Global Economy	25
Global Economic Outlook	26
The Future Outlook for Canada's Economic Activity and Trade Performance	27

We must improve our competitiveness. Recovery after a recession demands that capital and labour be reallocated. The surge in business investment that began this past summer can only be the start.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
13 December 2010
Toronto, Ontario*

Contents

Overview	1
-----------------------	---

The Global Economy	3
---------------------------------	---

Recent Developments	3
---------------------------	---

Developments in Global Financial Markets	9
--	---

Outlook for the Global Economy	11
--------------------------------------	----

The Canadian Economy	15
-----------------------------------	----

Recent Developments	15
---------------------------	----

Economic Activity	15
-------------------------	----

Estimated Pressures on Capacity	19
---------------------------------------	----

Inflation and the 2 Per Cent Target	20
---	----

Canadian Financial Conditions	21
-------------------------------------	----

Exchange Rate	23
---------------------	----

Outlook for the Canadian Economy	24
---	----

Aggregate Demand and Supply	24
-----------------------------------	----

The Projection for Inflation	28
------------------------------------	----

Risks to the Outlook	31
-----------------------------------	----

Technical Boxes

Recent Developments in U.S. Monetary and Fiscal Policy: Implications for Canada	7
--	---

Inflation in China and the Risks to Global Economic Growth	8
---	---

The Recent Evolution of Canada's Competitiveness and Trade Performance	17
---	----

Overview

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace than the Bank had anticipated, although risks remain elevated. Private domestic demand in the United States has picked up and will be reinforced by recently announced monetary and fiscal stimulus. European growth has also been slightly stronger than anticipated. Ongoing challenges associated with sovereign and bank balance sheets will limit the pace of the European recovery and are a significant source of uncertainty to the global outlook. In response to overheating, some emerging markets have begun to implement more restrictive policy measures. Their effectiveness will influence the path of commodity prices, which have increased significantly since the October *Monetary Policy Report*, largely reflecting stronger global growth.

The recovery in Canada is proceeding broadly as anticipated, with a period of more modest growth and the beginning of the expected rebalancing of demand. The contribution of government spending is expected to wind down this year, consistent with announced fiscal plans. Stretched household balance sheets are expected to restrain the pace of consumption growth and residential investment. In contrast, business investment will likely continue to rebound strongly, owing to stimulative financial conditions and competitive imperatives. Net exports are projected to contribute more to growth going forward, supported by stronger U.S. activity and global demand for commodities. However, the cumulative effects of the persistent strength in the Canadian dollar and Canada's poor relative productivity performance are restraining this recovery in net exports and contributing to a widening of Canada's current account deficit to a 20-year high.

Overall, the Bank projects the economy will expand by 2.4 per cent in 2011 and 2.8 per cent in 2012—a slightly firmer profile than had been anticipated in October. With a little more excess supply in the near term, the Bank continues to expect that the economy will return to full capacity by the end of 2012.

Underlying pressures affecting prices remain subdued, reflecting the considerable slack in the Canadian economy. Core inflation is projected to edge gradually up to 2 per cent by the end of 2012, as excess supply in the economy is slowly absorbed. Inflation expectations remain well anchored. Total CPI inflation is being boosted temporarily by the effects of provincial indirect taxes, but is expected to converge to the 2 per cent target by the end of 2012.

Despite improvements in the outlook for the global and Canadian economies, risks to inflation remain elevated. There are two main upside risks to inflation, relating to higher commodity prices and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector.

This report includes data received up to 14 January 2011.

There are two main downside risks to inflation, relating to Canadian competitiveness and the possibility of weaker-than-projected household expenditures in Canada.

In addition, challenges in Europe continue to be a significant source of uncertainty for the global outlook. A comprehensive solution to the sovereign debt and financial stability issues in a number of countries will be required.

The Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 18 January 2011 the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent, and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of significant excess supply in Canada. Any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

The Global Economy

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace than anticipated in the October *Monetary Policy Report*. In the United States, private demand has picked up and will be reinforced by recently announced monetary and fiscal stimulus. Momentum in the emerging-market economies has been buoyed by solid increases in consumption and investment, as well as continuing strength in exports. Economic activity in the euro area has also been slightly stronger than expected.

Nonetheless, the global recovery continues to be affected by a number of significant challenges. The broad forces of household, bank and sovereign deleveraging will continue to restrain growth in many advanced economies. Ongoing balance-sheet repair and a weak labour market will dampen the recovery in U.S. household expenditures, while in some European countries, more aggressive fiscal consolidation and renewed concerns about bank balance sheets and the sustainability of public finances are also expected to constrain growth. In contrast, many emerging-market economies are contending with excess demand and rising inflationary pressures. Their efforts to contain these pressures are being complicated in some cases by a lack of exchange rate flexibility.

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace.

Recent Developments

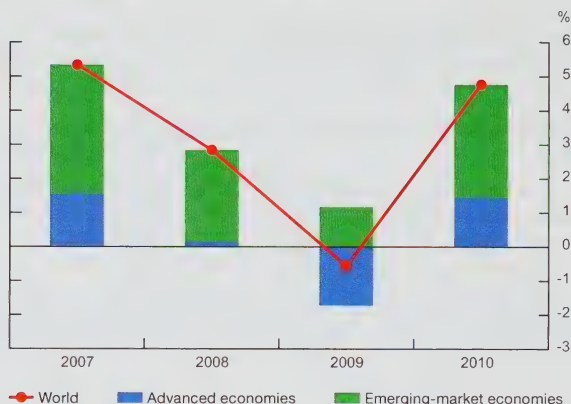
Global economic growth continued at a steady pace during the second half of 2010 and has been somewhat stronger than expected at the time of the October *Report*. In the United States, despite weak labour market conditions, economic activity has gained some momentum, supported by a recovery in consumer and investment spending. Growth in Europe has also held up, in spite of heightened concerns about sovereign debt in several peripheral countries. Growth in Japan, in contrast, slowed sharply toward the end of 2010, following the unwinding of some fiscal support. The pace of economic activity in emerging-market economies also began to ease from high rates toward the end of 2010, reflecting the gradual withdrawal of fiscal and monetary stimulus. Nevertheless, these economies have accounted for the majority of global growth (**Chart 1**).

In the United States, despite weak labour market conditions, economic activity has gained some momentum.

Owing to significant excess capacity, policy interest rates in the major advanced economies remain at or near historic lows (**Chart 2**), and underlying inflation pressures are subdued (**Chart 3**). In the United States, core consumer price inflation has reached record lows since the October *Report*. In contrast, inflation pressures in many emerging-market countries are rising in response to excess demand.

Chart 1: Emerging-market economies continue to drive global economic growth

Contribution to global GDP growth, annual data

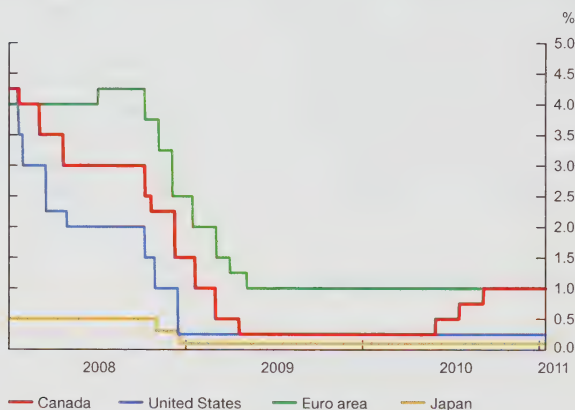


Note: Growth rates for 2010 are International Monetary Fund estimates.

Source: International Monetary Fund

Chart 2: Policy rates remain at historic lows in most advanced economies

Daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

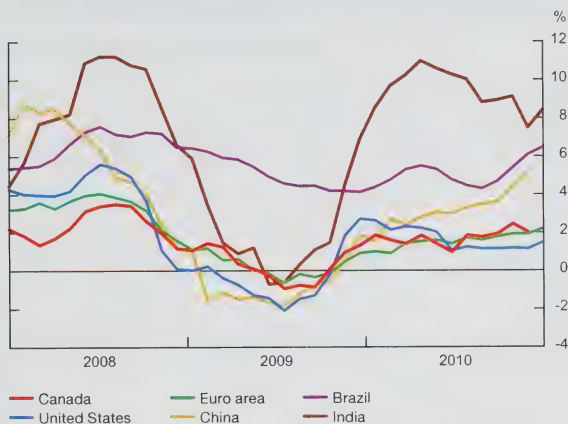
Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 14 January 2011

Real GDP in the United States grew at an annual rate of 2.6 per cent in the third quarter of 2010 and is estimated to have accelerated to 3.7 per cent in the fourth quarter, owing to a pickup in consumer spending and a large, but temporary, drop in oil imports. The strength in consumption in the fourth quarter was led by a surge in spending on durable goods, particularly on motor vehicles. Although the household savings rate has eased somewhat, it nevertheless remains at a level consistent with the rebuilding of household balance sheets over the medium term (**Chart 4**). Conditions in the U.S. labour market remain challenging, with only one in seven of the jobs lost during the recession recovered so far, and long-term unemployment remaining near postwar highs.

Chart 3: Inflation pressures remain subdued in the major advanced economies, but are building in many emerging-market countries

Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data

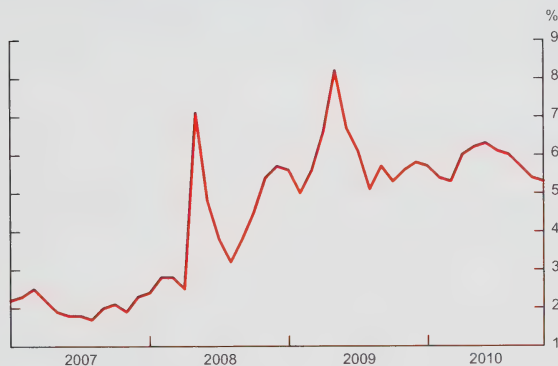


Note: Indian inflation data are represented by the wholesale price index.

Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, the People's Bank of China, Brazilian Institute of Geography and Statistics, and Office of the Economic Adviser (India) Last observations: November and December 2010

Chart 4: The U.S. household savings rate remains at a level consistent with a gradual rebuilding of household wealth

Personal savings as a percentage of disposable personal income, monthly data



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: November 2010

U.S. residential investment fell sharply in the second half of 2010, delaying the expected recovery of the housing sector. A high level of vacant housing units, the recent tightening in bank lending standards for mortgage loans and increases in mortgage interest rates continue to restrain residential investment (**Chart 5**). Delays in processing foreclosures related to procedural flaws are also likely to slow the adjustment of the housing market.

Although business investment in structures fell further in the third quarter, recent indicators suggest that the trough is close to being reached. In contrast, investment in equipment and software has recovered most of the ground lost through the recession as firms have sought to replace the capital that had depreciated and to improve competitiveness. The growth of exports

U.S. residential investment fell sharply in the second half of 2010.

Chart 5: A high level of vacant housing units in the United States continues to restrain residential investment

Year-round vacant housing units as a percentage of total units, quarterly data



Sources: U.S. Census Bureau and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q3

U.S. policy-makers introduced additional stimulus measures.

gathered significant momentum during the second half of 2010, supported by strong demand from emerging-market economies, the depreciation of the U.S. dollar over the past year and solid gains in productivity.

Toward year-end, in response to pronounced weakness in the U.S. labour market and record-low core inflation, U.S. policy-makers introduced additional stimulus measures (**Technical Box 1**). As expected at the time of the *October Report*, the Federal Reserve announced a second round of quantitative easing in November. In addition, the U.S. government passed legislation in December to provide significant further fiscal stimulus over the next two years.

In the euro area, real GDP rose by 1.4 per cent in the third quarter of 2010, and available indicators point to fairly robust growth in the fourth quarter, concentrated in the core countries, especially Germany. Growth in the peripheral economies was restrained, however, by fiscal tightening, increased concerns about sovereign debt and the banking sector, and a lack of competitiveness.

In Japan, data released since the *October Report* show that the recession was deeper and the rebound in 2010 was stronger, leaving the recent level of GDP slightly weaker than previously measured. Economic growth in 2010 benefited from both robust external demand and fiscal stimulus programs designed to promote consumption. Growth is estimated to have weakened significantly in the fourth quarter, however, reflecting the removal of certain fiscal incentives supporting household spending and the recent appreciation of the yen.

Real GDP in China grew by slightly less than 10 per cent over the second half of 2010 on a year-over-year basis. Domestic demand remained vigorous, supported by buoyant growth in investment spending and solid increases in consumption, while housing activity continued to rise, despite earlier attempts to cool the sector. In an effort to counteract rising inflationary pressures, the Chinese authorities have tightened monetary policy further, with a combination of interest rate increases and various administrative measures (**Technical Box 2**).

Recent Developments in U.S. Monetary and Fiscal Policy: Implications for Canada

A number of important fiscal and monetary policy measures have been announced in the United States since the release of the October *Monetary Policy Report*.

Following the 3 November meeting of the Federal Open Market Committee, the Federal Reserve announced that it intended to purchase US\$600 billion in U.S. Treasuries at a rate of about US\$75 billion per month.¹ This decision was widely expected and had already been incorporated in the Bank's October projection. Since other factors have influenced U.S. Treasury yields over the recent period, it is difficult to quantify the amount of additional easing that these actions are likely to provide (**Table 1-A**). All else being equal, the Bank estimates that downward pressure on the cost of credit to consumers and businesses, the upward pressure on asset prices, and the decline in the value of the U.S. dollar will raise U.S. GDP growth by 0.2 percentage points in 2011 and 0.1 percentage points in 2012.

In addition to the monetary policy easing announced in November, a new round of U.S. fiscal stimulus was passed into law on 17 December. The package provides approximately US\$850 billion of stimulus through a series of tax relief measures for households, an extension of unemployment benefits for the long-term unemployed and more favourable tax treatment for business investment. Also included in the package is a temporary two-year extension of the tax cuts introduced under President George W. Bush (commonly referred to as the "Bush tax cuts"). About half of this stimulus had been expected at the time of the October *Monetary Policy Report*. The package is expected to support U.S. consumer spending and to contribute significantly to U.S. GDP growth in the near term. The Bank estimates that the total effect will boost U.S. GDP growth by 0.8 percentage points in 2011 and 0.2 percentage points in 2012. Overall, the monetary and fiscal policy packages should contribute 1.0 percentage points to U.S. GDP growth in 2011 and 0.3 percentage points in 2012.

For Canada, the impact on growth from the Federal Reserve's Treasury purchases is expected to be somewhat positive, since the support from increased foreign activity and higher commodity prices should more than offset any dampening effects from a lower U.S. dollar. The U.S. fiscal stimulus package should also boost Canada's exports to the United States, although the impact will be attenuated by the package's focus on stimulating consumption.²

All else being equal, the Bank estimates that the two stimulus packages should add about 0.2 percentage points to Canada's GDP growth in 2011 and 0.1 percentage points in 2012.

Table 1-A: U.S. financial conditions overall have eased since the anticipation of further monetary policy easing was built into market expectations in late August

Changes	Current level ^a	Since FOMC meeting (3 November)	Since Jackson Hole speech (27 August) ^c	Since 31 July ^d
S&P 500 Index	1293.2	+8.0%	+21.5%	+17.4%
10-year U.S. Treasury yield	3.32%	+75 bps	+68 bps	+42 bps
U.S. investment-grade corporate bond spread	163 bps	-15 bps	-28 bps	-25 bps
U.S.-dollar trade-weighted index ^b	99.73	+1.7%	-3.4%	-2.5%
U.S. break-even inflation rate (10-year)	2.35%	+19 bps	+72 bps	+58 bps

a. As of the close on 14 January 2011, with the exception of the U.S.-dollar trade-weighted index, which is as of 7 January 2011

b. The weights in the U.S.-dollar trade-weighted index are recalculated annually to reflect U.S. trade figures.

c. Speech by Federal Reserve Chairman Bernanke outlining the possibility of additional monetary policy easing

d. "Undisturbed" level

Sources: Bloomberg, U.S. Federal Reserve and Bank of America Merrill Lynch

1 The pace and eventual total amount of asset purchases could be modified, depending on economic developments. The Federal Reserve intends to continue to reinvest principal payments from agency debt and agency mortgage-backed securities into longer-term Treasury securities. Taken together, these measures are expected to lead to purchases in the range of US\$850 billion to US\$900 billion of long-term Treasury securities through to the end of the second quarter of 2011.

2 Canadian exports are concentrated in non-energy commodities and capital goods. As a result, they are more sensitive to changes in U.S. investment spending than in consumption spending.

Inflation in China and the Risks to Global Economic Growth

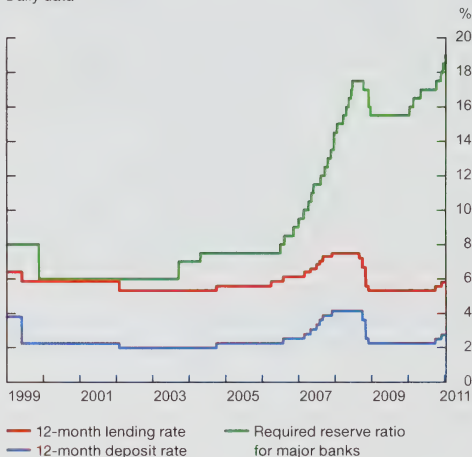
Strong growth in China has played an important role in the global economic recovery. For Canada in particular, the robust economic activity in China has been a source of rising demand for Canadian exports, as well as a support to commodity prices. Recent data suggest, however, that the Chinese economy may be at risk of overheating. Stronger-than-expected growth and inflationary pressures in China present both a near-term upside risk to the outlook for global economic growth and commodity prices and a downside risk further out.

Recent indicators suggest that inflationary pressures in China have been rising sharply. Consumer price inflation has been increasing steadily in recent months, with total CPI reaching a 28-month high of 5.1 per cent in November. While increases in food prices of more than 11 per cent account for much of the rise, non-food-related inflation has also been trending upwards.¹ Producer prices and wages have been increasing strongly, while the broad money supply (M2) and overall lending have risen sharply over the past two years, as have real estate activity and property prices.² As a result, higher inflation expectations have become more firmly entrenched.³

China's inflation-control methods are heavily influenced by its exchange rate policy. Maintaining a quasi-fixed exchange rate requires China's central bank to buy the excess U.S. dollars that China earns from its foreign transactions and issue yuan in exchange. To offset the concomitant rise in the volume of yuan in circulation, the authorities generally engage in a variety of sterilization operations. Since higher interest rates would further compound the upward pressure on the currency, as well as increasing the fiscal costs of sterilization, Chinese authorities have relied on higher reserve requirements for banks, the issuance of sterilization bonds, and other administrative measures to contain

Chart 2-A: Required reserve ratios are China's main monetary policy tool

Daily data



Source: People's Bank of China

Last observation: January 2011

credit growth and inflation pressures (**Chart 2-A**).

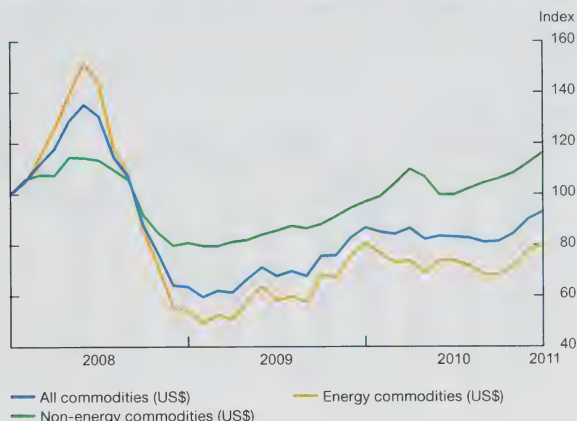
These instruments have not been completely effective at controlling inflation. Moreover, they have inflicted rising costs on the financial sector, since private banks have been forced to place a large share of their assets (about one-quarter in the third quarter of 2010) with the central bank rather than with private borrowers.

The Bank's base-case projection assumes that the Chinese authorities will be able to achieve a "soft landing," with a modest slowdown in growth and a gradual reduction in inflation to its 4 per cent target. However, there is a risk that efforts by the authorities could prove insufficient. As a result, economic growth and inflation in China would remain stronger for a longer period than is currently anticipated, necessitating more aggressive policy actions over the medium term. This could eventually lead to a much sharper correction in China's growth and inflation.

- 1 The inflation data on non-food items may understate actual inflation, however, since the CPI basket puts a low weight on shelter costs, which appear to be rising faster than the reported non-food-related rate of inflation.
- 2 The Second-Hand Apartment Price Index, a population-weighted index based on data for 17 cities, shows that existing apartment prices have increased by about 60 per cent since July 2009. The index is constructed by the Canadian embassy in China, with data from Soufun real estate broker.
- 3 The People's Bank of China, in its 2010 fourth-quarter survey of 20,000 households in 50 cities, found that more than 60 per cent of respondents expected prices to increase in the next quarter, up from 43 per cent in the previous quarter.

Chart 6: Global commodity prices have risen since the October Report

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2008 = 100), monthly data



Note: Values in January 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 14 January 2011.
Source: Bank of Canada Last observation: January 2011

The Bank of Canada's index of global commodity prices has increased by 14 per cent since the *October Report* (**Chart 6**), primarily reflecting solid demand, especially from Asia. In addition, there may have been some impact from financial flows into commodities. Natural gas prices rose by 26 per cent in response to seasonal factors but, owing to ample supply, remained well below their average level of recent years. Oil prices have increased by about 12 per cent, driven by stronger global demand for crude oil and declining inventories, while non-energy commodity prices have risen by close to 11 per cent since the *October Report*, reflecting solid gains in most components.

The Bank of Canada's index of global commodity prices has increased by 14 per cent since the October Report.

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets remain generally accommodative, despite heightened concerns over fiscal challenges and vulnerable banking sectors in some European countries.

Government bond yields in the major advanced economies have increased since the *October Report* (**Chart 7**), but nevertheless remain low by historical standards. The rise in yields appears to largely reflect upward revisions to expectations for global economic growth following the release of positive economic data and, in the case of the United States, additional fiscal stimulus.

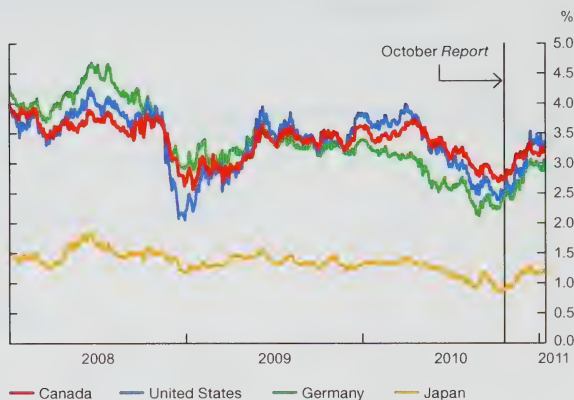
The rise in yields appears to largely reflect upward revisions to expectations for global economic growth.

In late October and November, investors became increasingly worried about public finances in the peripheral countries of Europe and, in some cases, the budgetary impact of stresses in the banking sector. Credit spreads for the most affected sovereigns widened sharply (**Chart 8**), and the turbulence affected several euro-area countries. In response, European policy-makers announced various measures to safeguard financial stability, including a stabilization package for Ireland and more aggressive fiscal consolidation measures in several countries. The European Central Bank also increased the size of its exceptional liquidity support to euro-area banks and purchases of sovereign bonds in the secondary market. Financial market developments since then suggest that additional measures may be required.

European policy-makers announced various measures to safeguard financial stability.

Chart 7: Yields on government bonds in major advanced economies have increased since the October Report

Yields on 10-year government bonds

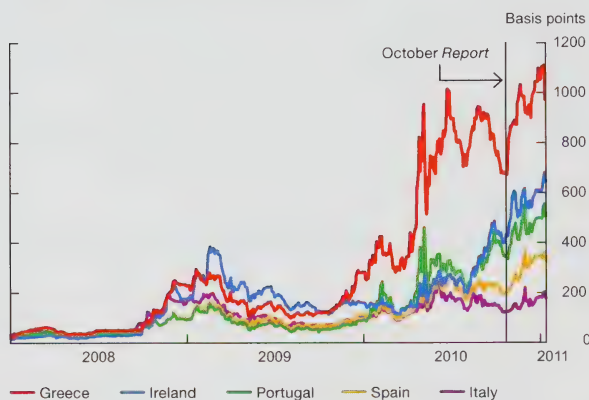


Source: Bloomberg

Last observation: 14 January 2011

Chart 8: Credit spreads for some European countries have continued to rise since the October Report

Spreads on 5-year sovereign credit default swaps



Source: Markit

Last observation: 14 January 2011

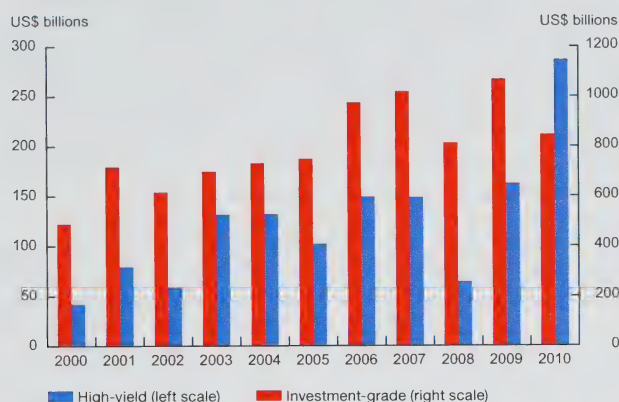
Notwithstanding these stresses, most global equity and corporate bond markets have continued to perform strongly since the *October Report*, owing to solid corporate earnings and revenues and generally better-than-expected economic data. Global corporate bond markets continue to see robust issuance and lower spreads, particularly on riskier securities such as high-yield corporate debt, reflecting strong investor demand and increasing risk appetite (**Chart 9**).

In response to better fundamentals and growing investor interest, the currencies of several emerging-market countries have come under continued upward pressure against the U.S. dollar. Although authorities in these countries have reduced the frequency and scale of their foreign exchange interventions since October, several have imposed capital controls and other administrative measures. These policy interventions risk inhibiting the process of real exchange rate adjustment required to correct global imbalances and sustain the recovery.

The currencies of several emerging-market countries have come under continued upward pressure.

Chart 9: Corporate bond issuance has been robust, particularly by high-yield issuers

Global corporate issuance placed in U.S. dollars



Source: Bloomberg

Last observation: 31 December 2010

Outlook for the Global Economy

The global economic recovery is projected to continue at a solid pace over 2011–12 (**Table 1**) as private domestic demand becomes more firmly entrenched. Global growth is expected to be somewhat stronger over the 2011–12 period than was anticipated in the *October Report*. Although the effects of the debt crisis in peripheral Europe are expected to restrain global economic growth over the projection horizon, these effects are more than offset in 2011 by the impact of stronger momentum in the United States and emerging-market economies.

Real GDP in the United States is projected to rise by 3.3 per cent on an average annual basis in 2011 and by 3.2 per cent in 2012. U.S. growth is expected to be stronger in 2011 than anticipated in the *October Report*, owing to the new fiscal stimulus program, combined with a more rapid recovery in consumer spending (**Chart 10**).

The global economic recovery is projected to continue at a solid pace over 2011–12.

U.S. growth is expected to be stronger in 2011 than anticipated.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b		
		2010	2011	2012
United States	20	2.9 (2.7)	3.3 (2.3)	3.2 (3.3)
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.5 (1.1)	1.5 (1.7)
Japan ^c	6	4.3 (2.9)	1.4 (1.3)	2.1 (2.3)
China	13	10.4 (10.3)	9.3 (9.0)	8.8 (8.9)
Rest of the world	46	5.7 (5.2)	4.0 (3.6)	3.8 (3.5)
World	100	5.0 (4.7)	4.0 (3.5)	3.9 (3.8)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.

Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2010 *Monetary Policy Report*.

c. Real GDP growth in Japan in 2010 was higher than was expected in the *October Report*, reflecting historical revisions to the national accounts data and stronger-than-projected growth in the third quarter.

Source: Bank of Canada

Growth in U.S. household spending is projected to be supported through 2012 by a measured improvement in the pace of job creation. This is against a backdrop of exceptionally weak labour market conditions at present and a long-term unemployment rate that has reached historic highs. As well, in 2011, the new fiscal measures should provide an additional impetus to household spending through tax reductions that boost disposable income. However, U.S. state and local governments are expected to limit spending and raise taxes to address large budget gaps, partially counteracting the federal government's fiscal stimulus. Consumption will also continue to be affected by the need to repair household balance sheets and by developments in the housing sector, where a large excess supply of unsold houses is projected to have a persistent restraining effect on prices.

U.S. business investment in equipment and software is expected to strengthen further in response to low financing costs, improved bank lending terms and a more positive growth outlook. However, high vacancy rates in the commercial and retail sectors, combined with tighter credit terms for firms in these sectors, should continue to dampen growth in investment in structures.

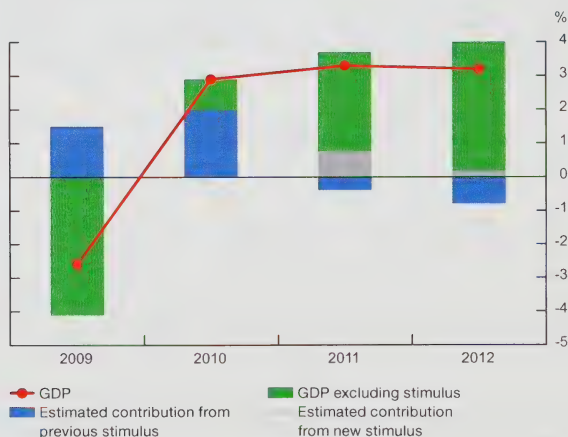
Net exports are expected to make an increasingly positive contribution to growth over the projection horizon, aided by a further depreciation of the U.S.-dollar real effective exchange rate and firming external demand for U.S. goods and services.

In the euro area, a modest recovery is projected through 2012. Nevertheless, the region faces considerable risks and challenges.

In the euro area, a modest recovery is projected through 2012. Nevertheless, the region faces considerable risks and challenges. Recent indicators suggest that growth in early 2011 will be somewhat firmer than anticipated in the *October Report*, especially in the core European economies. Economic activity is expected to be somewhat weaker thereafter, reflecting fiscal austerity measures and financial pressures arising from continuing concerns about the sustainability of peripheral-country debt. Growth prospects in heavily indebted peripheral economies are much weaker and more uncertain than those of the core economies. Despite ambitious deficit-cutting plans, the peripheral countries will continue to be vulnerable to shifts in market sentiment because of their

Chart 10: Fiscal stimulus is supporting U.S. growth

Annual data



Note: Previous stimulus refers to the government stimulus enacted in early 2009 in response to the crisis, while new stimulus refers to the most recent package. The contribution of the stimulus to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects of the stimulus on other components of aggregate demand.

Sources: Bank of Canada and U.S. Bureau of Economic Analysis

substantial debt-refinancing requirements and relatively weak financial systems. Moreover, they will remain heavily dependent on the resilience in the core economies, given the large intra-region concentration of their exports.

Economic growth in Japan is projected to slow over 2011–12 in response to the unwinding of fiscal stimulus and the earlier appreciation of the yen. Growth nevertheless remains somewhat above that of potential output, reflecting a gradual broadening of the recovery. An improvement in labour market conditions is expected to provide some support to domestic demand. However, exports are projected to be an important driver of growth through 2012.

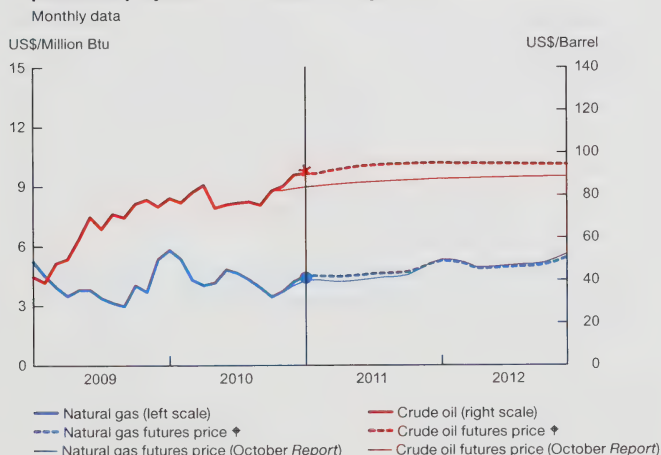
In China, a gradual rotation of demand toward consumption and away from investment and exports is expected to occur over the projection horizon, facilitated by a modest appreciation of China's real effective exchange rate. Growth in China is projected to be somewhat higher in 2011 than was anticipated in the *October Report*, driven by stronger momentum in domestic demand. However, growth in 2012 is expected to be slightly weaker than anticipated, owing to the restraining effects of tighter monetary and credit measures.

Real GDP growth is projected to slow slightly in other emerging-market economies. A removal of the fiscal stimulus introduced during the recession and a tightening in monetary policy in reaction to growing inflationary pressures are expected to moderate the growth of domestic demand. Moreover, a modest appreciation of real exchange rates in these economies is projected to constrain the growth of their net exports.

The Bank's commodity price index is expected to increase over the projection horizon, supported by the global economic recovery. Following recent sharp increases, prices for non-energy commodities are expected to remain relatively steady over the projection horizon as growing demand is largely offset by increases in supply. The latest futures curves suggest that oil prices will average US\$95 in 2012, and that natural gas prices will continue to rise as the excess supply is drawn down (**Chart 11**).

Growth in China is projected to be somewhat higher in 2011 than was anticipated, driven by stronger momentum in domestic demand.

Chart 11: Oil prices are expected to remain roughly unchanged, but natural gas prices are projected to increase through 2012



* Spot price for crude oil (14 January 2011)

♦ Spot price for natural gas (14 January 2011)

◆ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 January 2011

Note: Values for crude oil and natural gas prices in January 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 14 January 2011.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

The Canadian economy is now in a period of more modest growth, following the strong recovery experienced in late 2009 and early 2010. As in the *October Report*, the Bank projects a moderate pace of overall expansion, with accommodative financial conditions continuing to provide support as fiscal stimulus unwinds. Demand in Canada is expected to rely relatively less on household and government expenditures and more on business investment and net exports. The projected increase in the contribution to growth from net exports is supported by the improved near-term outlook for U.S. and global economic growth. However, the cumulative effects of Canada's poor relative productivity performance and the persistent strength in the Canadian dollar have eroded Canada's competitiveness and are restraining the recovery in net exports.

As projected in the *October Report*, growth is expected to absorb the considerable slack in the economy by the end of 2012. In this context, total and core inflation are projected to gradually return to 2 per cent over that horizon.

The Bank projects a moderate pace of overall expansion, with accommodative financial conditions continuing to provide support as fiscal stimulus unwinds.

Recent Developments

Economic Activity

Real GDP growth in Canada slowed to 1.0 per cent (at an annual rate) in the third quarter. This was a slightly weaker result than had been expected in the *October Report* (**Chart 12**), as strength in domestic demand in the third quarter was largely offset by a further deterioration in net exports.

Consumer spending continued to grow robustly in the third quarter, while housing investment remained at a high level, despite the passing of several transitory supports to activity. The strength in consumer spending was in line with the growth of personal disposable income through the second and third quarters, leaving the savings rate near its historical low.

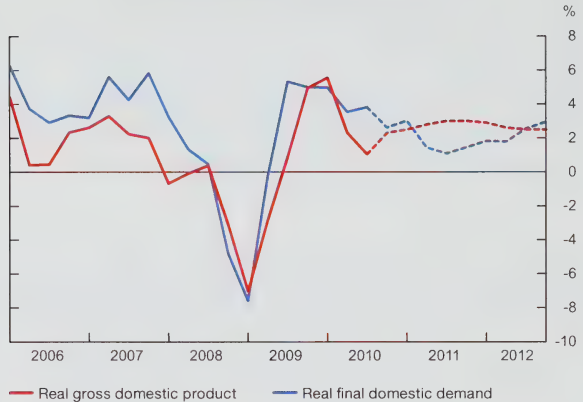
Consumer spending continued to grow robustly, while housing investment remained at a high level.

Business investment continued to grow vigorously in the third quarter. Despite the strong increase in business investment since the end of 2009, however, less than half of the unusually large decline that occurred during the recession has been recovered (**Chart 13**).

Net exports exerted a more significant than expected drag on growth in the third quarter, as exports declined despite the further recovery in foreign activity and imports continued to be boosted by strong domestic demand. Poor relative productivity and the persistent strength in the Canadian dollar have accounted for continued weakness in net exports (**Technical Box 3**). However, the softness in exports in the third quarter was also attributable to such temporary factors as the idling of oil pipelines.

Chart 12: While growth in real final domestic demand remained robust in 2010Q3, growth in real GDP slowed significantly

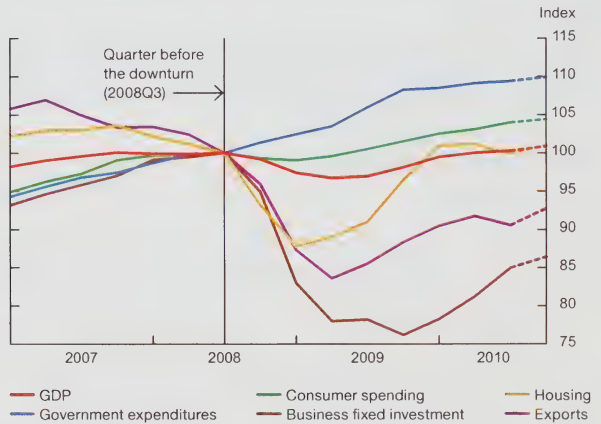
Quarterly growth at annual rates



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 13: Business investment and exports remain well below their pre-recession levels

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data



Note: Numbers for 2010Q4 are Bank of Canada estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

The Bank estimates that economic growth picked up to 2.3 per cent in the fourth quarter, reflecting a rebound in net exports and a deceleration in household expenditures and business investment from their recent rapid pace of growth. Following large contributions in previous quarters, inventories likely subtracted from GDP growth in the fourth quarter, consistent with stabilizing the trend in the stock-to-sales ratio.

The Recent Evolution of Canada's Competitiveness and Trade Performance

Canada's current account balance has declined substantially in recent years, reaching a deficit of 4.3 per cent of GDP in the third quarter, the largest such shortfall in 20 years (**Chart 3-A**). This decline reflects strong domestic demand, as well as a deterioration in the competitiveness of Canadian producers relative to that of foreign producers, which is demonstrated by higher import penetration into Canada and declining market share among Canadian exporters abroad (**Chart 3-B**). The decline in Canadian exporters' share of the U.S. market, by far Canada's largest export market, is evident across a wide range of goods, including machinery and equipment, consumer goods, and non-energy commodities (**Chart 3-C**).

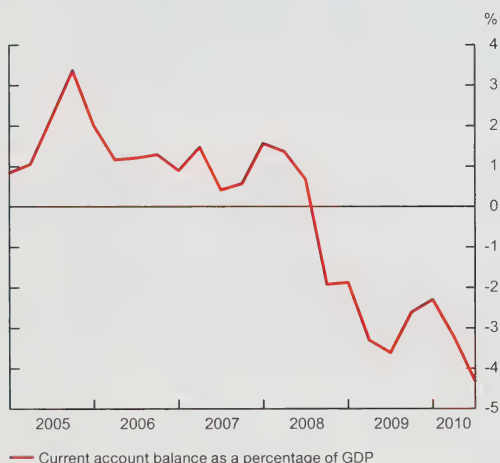
Over the past several years, Canada's competitiveness has declined with the sharp rise in the labour

cost of producing a unit of output in Canada compared with other countries, adjusted for exchange rate movements.¹ The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) calculates that the Canadian real effective exchange rate measure incorporating unit labour costs has appreciated by about 17 per cent since the beginning of

(continued)

Chart 3-A: Canada's current account balance has declined substantially in recent years

Quarterly data

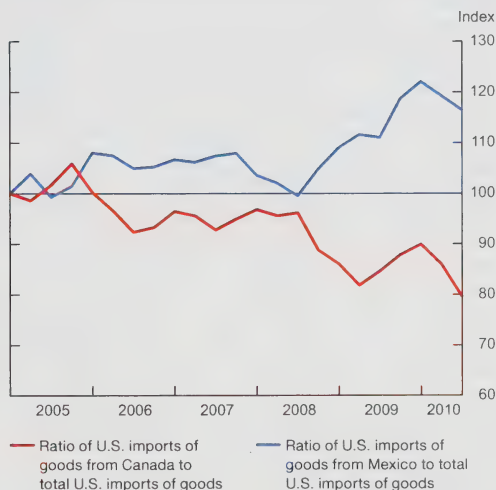


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q3

Chart 3-B: Canadian producers have lost market share

Index: 2005Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Bureau of the Census and Bank of Canada calculations (includes seasonal adjustments)

Last observation: 2010Q3

The Recent Evolution of Canada's Competitiveness and Trade Performance

2005.² The bilateral Canada-U.S. measure shows a 31 per cent increase in relative Canadian unit labour costs over the same period (**Chart 3-D**).

Relative unit labour costs can be broken down into three components: the nominal exchange rate, relative hourly compensation and relative labour productivity. Since the beginning of 2005, the sizable appreciation of the Canadian dollar explains about two-thirds of the increase in unit labour costs in Canada vis-à-vis the United States. Wage growth in the two countries has been broadly similar over the period, leaving Canada's productivity underperformance to account for the remaining deterioration in this

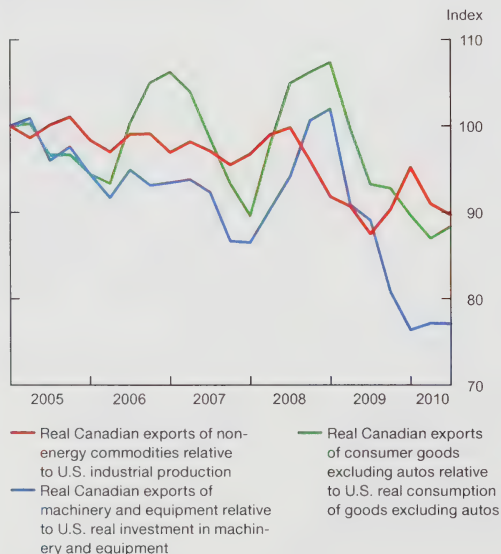
measure of competitiveness: labour productivity in Canada has grown at an average annual rate of just 0.5 per cent since the first quarter of 2005, compared with 2.1 per cent in the United States.

The divergence in productivity growth between Canada and the United States has become even more pronounced in recent years, as has the deterioration in the market share of Canadian producers. This underlines the risk that a combination of disappointing productivity performance and persistent strength in the Canadian dollar could dampen the expected recovery of net exports.

² The OECD measure of the real effective exchange rate is based on unit labour costs in the manufacturing sectors of 42 countries, thus capturing competitiveness relative to a broad range of direct and indirect competitors.

Chart 3-C: The loss of U.S. market share among Canadian exporters has been notable across a range of goods

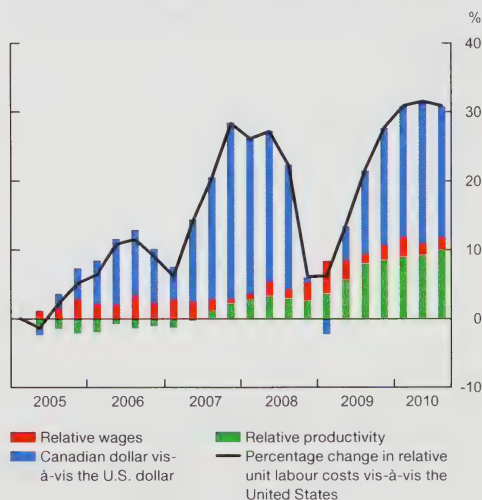
Index: 2005Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations Last observation: 2010Q3

Chart 3-D: Canada's loss of competitiveness reflects the strong Canadian dollar and poor relative productivity performance

Contribution of various factors to the change in Canada's relative unit labour costs vis-à-vis those in the United States, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations Last observation: 2010Q3

Estimated Pressures on Capacity

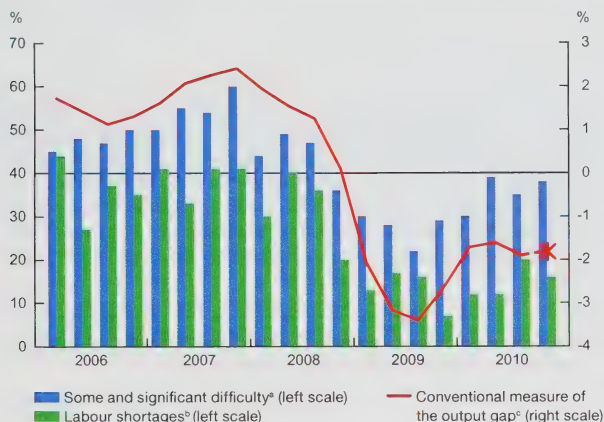
Various indicators of capacity suggest that considerable slack remains in the Canadian economy.

The Bank's conventional measure of the output gap indicates that excess capacity in the economy was relatively stable in the fourth quarter, at about -1.8 per cent (**Chart 14**). The Bank's winter *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals) reported that the proportion of firms that would have difficulty responding to an unexpected increase in demand remains below its historical average, as does the proportion of firms facing labour shortages. The still-elevated unemployment rate and the weakness in average weekly hours worked also point to the persistence of slack in the labour market (**Chart 15**).

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 3/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2010, a slightly greater degree of slack than the Bank had projected in October.

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 3/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2010.

Chart 14: Excess supply in the Canadian economy remains significant



- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the fourth quarter of 2010 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 2.3 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q4

Chart 15: Despite growth in employment, the unemployment rate remains elevated



Source: Statistics Canada

Last observation: December 2010

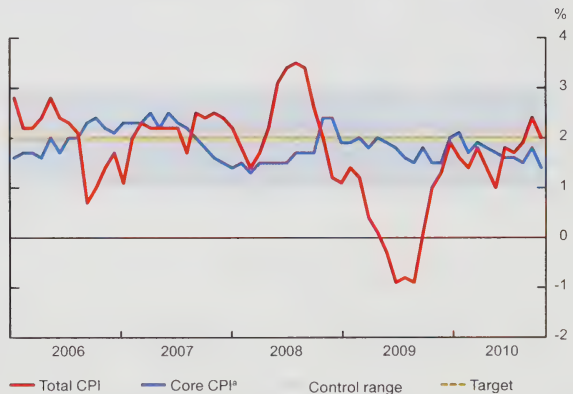
Inflation and the 2 Per Cent Target

Core inflation has remained below 2 per cent in recent months, consistent with considerable excess supply in the economy.

Core inflation has remained below 2 per cent in recent months (**Chart 16**), consistent with considerable excess supply in the economy, as well as the moderation in the growth of unit labour costs (**Chart 17**). There is some evidence that HST-related tax refunds to businesses may also have been passed through, dampening core inflation in line with the Bank's expectations. The 1.6 per cent average rate for core inflation in October and November was consistent with the Bank's projection at the time of the *October Report*.

Chart 16: Core inflation remains subdued, while total CPI inflation is slightly above target owing mainly to temporary factors

Year-over-year percentage change, monthly data



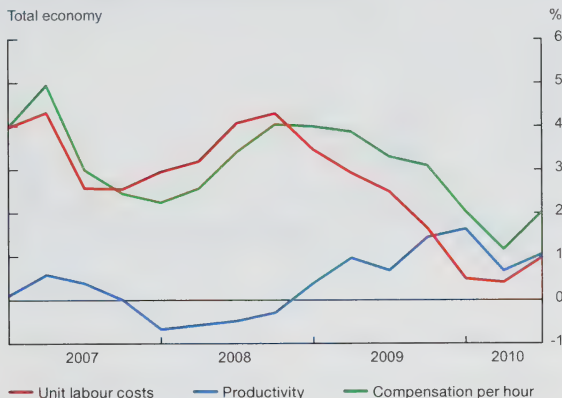
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: November 2010

Chart 17: The growth of unit labour costs has been moderate since the beginning of 2010

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q3

Total CPI inflation has risen in recent quarters, mainly reflecting the impact of the HST and other changes in provincial indirect taxes that took effect in July, as well as higher energy prices. Total CPI inflation in October and November averaged 2.2 per cent, slightly above the Bank's expectations in the *October Report*.

Recent survey measures continue to indicate that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target. As reported in the Bank's winter *Business Outlook Survey*, 91 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent control range. The January Consensus Economics forecast for total CPI inflation was 2.2 per cent in 2011 and 2.1 per cent in 2012. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

Recent survey measures continue to indicate that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target.

Canadian Financial Conditions

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative, providing important ongoing support to the economic recovery.

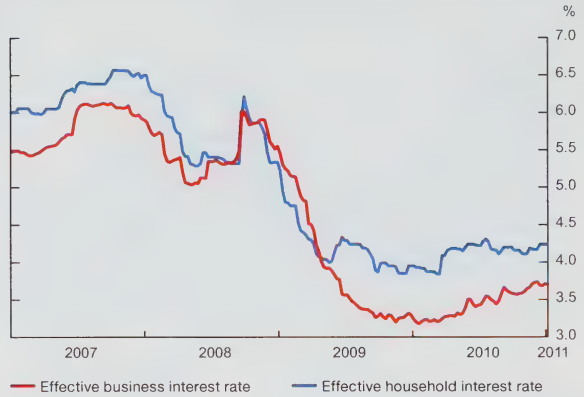
Effective borrowing costs for households remain very low by historical standards, consistent with the low level of bank funding costs (**Chart 18**). Nonetheless, borrowing costs have risen over the past year, including a marginal increase in the period since the *October Report* that reflects higher yields on Canadian government bonds, in line with global developments. In this context, the growth of household credit has eased modestly relative to the rapid pace seen earlier in 2010 (**Chart 19**).

Effective borrowing costs for Canadian businesses have also stayed very low despite some increase in 2010. As well, in recent months, access to financing has continued to improve for Canadian firms, according to both the Bank's *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals) and the *Business Outlook Survey* (**Chart 20**). The *Senior Loan Officer Survey* suggests that heightened competition among lenders and more favourable economic conditions have driven an overall easing in lending conditions, which has increasingly spread to smaller businesses. The improved global economic outlook and the still-low level of government bond yields have underpinned strong investor demand for

In recent months, access to financing has continued to improve for Canadian firms.

Chart 18: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



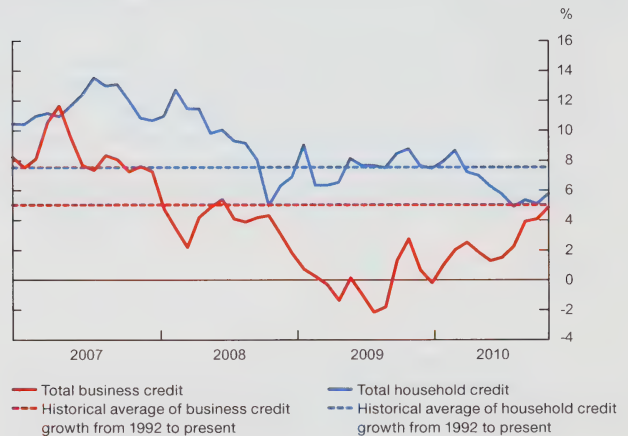
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 14 January 2011

Chart 19: The growth rate of business credit is picking up, while the expansion of household credit has eased slightly

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: November 2010

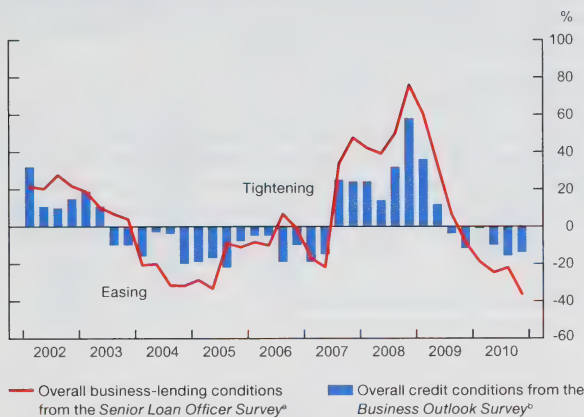
Favourable financing conditions have contributed to the observed pickup in the overall growth of business credit.

corporate bonds and equities, reflected in the persistence of narrow credit spreads despite elevated corporate bond issuance and further recovery in the S&P/TSX Composite Index. Favourable financing conditions, as well as the ongoing recovery in business investment and increased activity in mergers and acquisitions, have contributed to the observed pickup in the overall growth of business credit (**Chart 19**).

Growth in the narrow monetary aggregates has continued to slow in recent months from the unusually rapid pace set earlier in 2010, consistent with reduced liquidity preference among households and firms. Growth in the broader M2++ aggregate remains below its historical average, suggesting subdued inflation pressures ahead.

Chart 20: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2010Q4

Balance of opinion



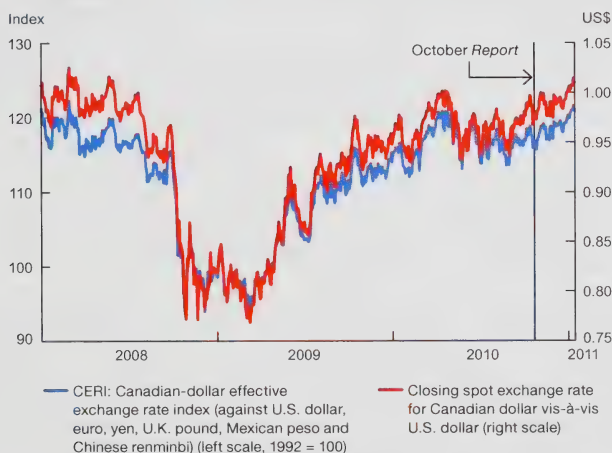
- a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q4

Chart 21: The Canadian dollar has appreciated since the October Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 14 January 2011

Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged 100 cents U.S. since the December fixed announcement date, compared with the 98 cents assumed in the October Report (Chart 21). It appreciated relative to other currencies, with the Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI) rising by about 4 per cent since the October Report.

The Canadian dollar has averaged 100 cents U.S. since the December fixed announcement date.

Outlook for the Canadian Economy

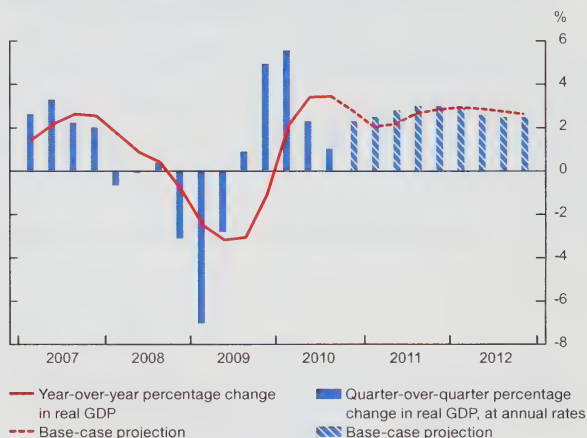
The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 100 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; relatively steady prices for non-energy commodities; and supportive global credit conditions.

Aggregate Demand and Supply

The Bank continues to expect moderate economic growth through 2011 and 2012 (**Chart 22**). As the expansion progresses, demand in Canada is projected to rely increasingly on business investment and net exports, and less on government and household expenditures (**Table 2** and **Chart 23**). On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 2.4 per cent

The Bank continues to expect moderate economic growth through 2011 and 2012.

Chart 22: Real GDP is expected to grow at a rate consistent with the gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Table 2: Contributions to average annual real GDP growth

Percentage points^a

	2009	2010	2011	2012
Consumption	0.2 (0.2)	1.9 (1.9)	1.4 (1.2)	1.2 (1.2)
Housing	-0.6 (-0.6)	0.7 (0.6)	-0.1 (-0.2)	0.0 (0.1)
Government	1.2 (1.2)	1.0 (1.1)	0.0 (0.0)	-0.5 (-0.4)
Business fixed investment	-2.6 (-2.6)	0.6 (0.3)	1.1 (0.9)	1.2 (1.1)
Subtotal: Final domestic demand	-1.8 (-1.8)	4.2 (3.9)	2.4 (1.9)	1.9 (2.0)
Exports	-4.7 (-4.7)	1.9 (2.3)	1.8 (1.5)	1.9 (1.6)
Imports	4.9 (4.9)	-4.2 (-4.2)	-1.7 (-1.2)	-1.2 (-1.1)
Subtotal: Net exports	0.2 (0.2)	-2.3 (-1.9)	0.1 (0.3)	0.7 (0.5)
Inventories	-0.9 (-0.9)	1.0 (1.0)	-0.1 (0.1)	0.2 (0.1)
GDP	-2.5 (-2.5)	2.9 (3.0)	2.4 (2.3)	2.8 (2.6)
Memo items:				
Potential output	1.2 (1.2)	1.6 (1.6)	1.8 (1.8)	2.0 (2.0)
Real gross domestic income (GDI)	-5.8 (-5.8)	4.8 (5.0)	3.4 (2.9)	3.2 (2.9)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2010 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2010 *Report*.

Chart 23: Demand in Canada is projected to rely increasingly on business investment and net exports, and less on government and household expenditures

Contributions to real GDP growth
Percentage points



Note: Contributions for 2010H1 and 2010H2 are proxied by the average quarterly contributions.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

in 2011 and 2.8 per cent in 2012, a slightly stronger growth profile than had been anticipated at the time of the *October Report*. More robust growth in business investment, as well as heightened near-term momentum in household expenditures and U.S. and global demand, account for the modestly improved outlook. Nonetheless, weaker growth in the second half of 2010 implies somewhat greater excess capacity in the near term. Thus, the Bank continues to expect the economy to return to full capacity only by the end of 2012.

Growth in consumer spending is expected to evolve broadly in line with that of personal disposable income over the projection horizon. The government's recently announced mortgage insurance measures will contribute to a more balanced path for household expenditures.

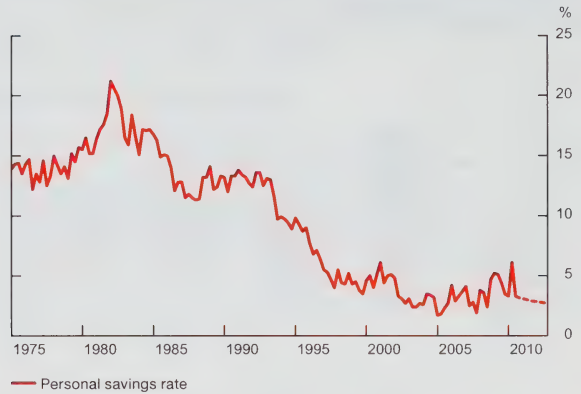
As in the *October Report*, growth in disposable income is expected to moderate from its recent trend as a result of the withdrawal of fiscal stimulus, announced compensation restraints by governments and a slow recovery in average hours worked. With Canadian household balance sheets becoming increasingly stretched and consumption unlikely to be bolstered by gains in house prices, growth in household spending is expected to moderate in line with income growth. This means that the savings rate is projected to remain near historic lows and household debt near historic highs (**Chart 24**). These factors, taken together with reduced affordability, point to a weakening in residential investment over the projection horizon. The Bank expects the share of the economy accounted for by residential investment, and by household expenditures more broadly, to decline gradually but remain well above historical averages (**Chart 25**).

The Bank's base-case scenario, which takes into account the federal government's recent announcement that stimulus measures will be extended through October, continues to assume that the contribution of government spending to real GDP growth will turn negative over the projection horizon.

The savings rate is projected to remain near historic lows and household debt near historic highs.

Chart 24: The Canadian personal savings rate is projected to remain near historic lows

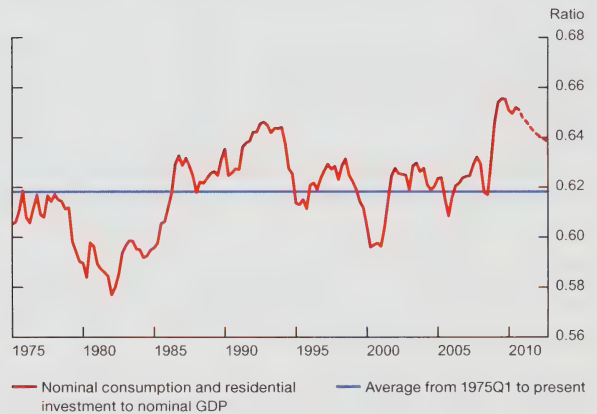
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 25: The share of household expenditures in GDP is expected to decline somewhat from elevated levels

Quarterly data



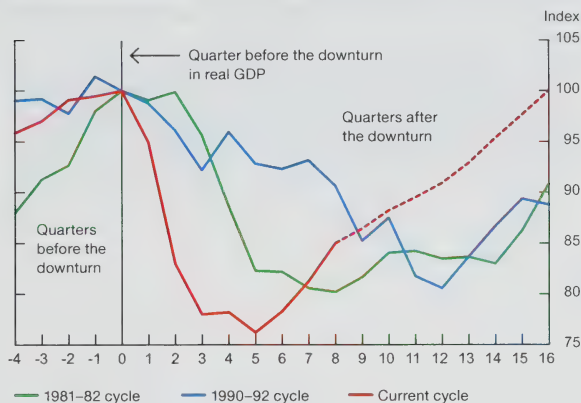
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The rapid increase in business investment is expected to continue over the projection horizon.

The rapid increase in business investment is expected to continue over the projection horizon as the unusually sharp decline experienced during the recession is unwound (**Chart 26**). This reflects the solid financial positions of Canadian firms (**Chart 27**), favourable credit conditions, higher commodity prices, the stronger Canadian dollar, and the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive as the global economy recovers. The Bank's *Business Outlook Survey* has also indicated a consistently high level of investment intentions in recent quarters. Reflecting all of these factors, the Bank expects a somewhat more robust recovery in capital spending than previously projected.

Chart 26: The projected recovery in Canadian business fixed investment underpins the expected pickup in productivity

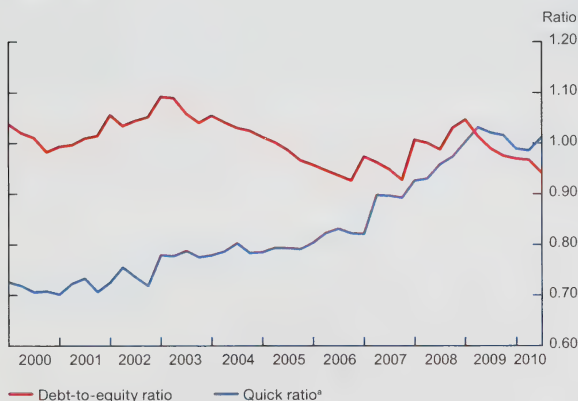
Comparison of Canadian real business investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 27: With liquidity high and leverage low, non-financial firms are well positioned to invest

Quarterly data



a. The quick ratio is defined as short-term assets (less inventories) over short-term liabilities.

Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q3

Consistent with the *October Report*, the Bank expects an improvement in net exports over the projection horizon as external demand recovers and growth in Canadian domestic demand moderates from its previous rapid pace. While near-term growth prospects in the United States and other foreign economies have significantly improved of late, competitiveness challenges are expected to leave the projected profile of Canadian export growth only slightly stronger than previously anticipated. The rebalancing of domestic demand toward business investment and pressures on Canadian competitiveness also imply higher imports relative to the profile of overall domestic demand. The strength of net exports will continue to be sensitive to currency movements and the expected recovery in productivity growth, in addition to prospects for external demand.

The Bank expects an improvement in net exports over the projection horizon.

The Projection for Inflation

Core inflation is projected to gradually edge up to 2 per cent by the end of 2012.

The outlook for core inflation is broadly unchanged from the October Report. Core inflation is projected to gradually edge up to 2 per cent by the end of 2012 (Table 3 and Chart 28), as excess supply in the economy is slowly absorbed. Inflation expectations remain well anchored. As well, ongoing modest growth in labour compensation, combined with an anticipated pickup in productivity, is expected to restrain growth in unit labour costs and, in turn, dampen inflation pressures.

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada^a

	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	4.9 (4.9)	5.6 (5.8)	2.3 (2.0)	1.0 (1.6)	2.3 (2.6)	2.5 (2.6)	2.8 (2.3)	3.0 (2.3)	3.0 (2.6)	2.9 (2.7)	2.6 (2.8)	2.5 (2.8)	2.5 (2.8)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.1 (-1.1)	2.1 (2.2)	3.4 (3.4)	3.4 (3.6)	2.8 (3.0)	2.0 (2.2)	2.2 (2.3)	2.6 (2.4)	2.8 (2.4)	2.9 (2.5)	2.9 (2.6)	2.7 (2.7)	2.6 (2.8)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)	1.5 (1.6)	1.6 (1.6)	1.4 (1.5)	1.5 (1.6)	1.6 (1.7)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.8 (1.8)	2.3 (2.1)	2.2 (2.0)	2.3 (2.2)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.3 (1.3)	1.9 (1.7)	1.7 (1.5)	1.8 (1.7)	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	76 (76)	79 (79)	78 (78)	76 (76)	85 (82)	91 (84)	93 (86)	95 (87)	95 (87)	95 (88)	95 (88)	95 (88)	95 (89)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October Monetary Policy Report.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 January 2011

The near-term profile for core inflation is slightly more subdued than previously anticipated, consistent with slightly greater excess supply in the near term. In the first quarter, the 12-month rate of core inflation will also be dampened by the unusual price increases for motor vehicles and hotel accommodation that occurred in early 2010.

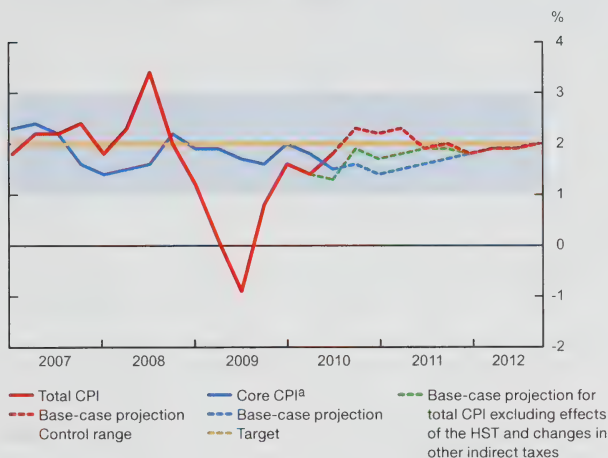
Total CPI inflation is projected to remain slightly higher than the 2 per cent target over the first half of 2011, as the HST and other changes in provincial indirect taxes continue to boost the 12-month rate of change in consumer prices.¹ As with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank is looking through the first-round effect on prices of these changes. Excluding the impact of changes in indirect taxes, total CPI inflation is expected to gradually converge to the 2 per cent target, broadly in line with the projected profile for core inflation.

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

¹ The direct impact of changes in consumption taxes in Ontario, British Columbia and Nova Scotia is a temporary rise of 0.7 percentage points in the year-over-year rate of increase in the total CPI from July 2010 to June 2011. The increase in the provincial sales tax in Quebec in January 2011 is expected to add about 0.1 percentage points to total CPI inflation over 2011.

Chart 28: Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



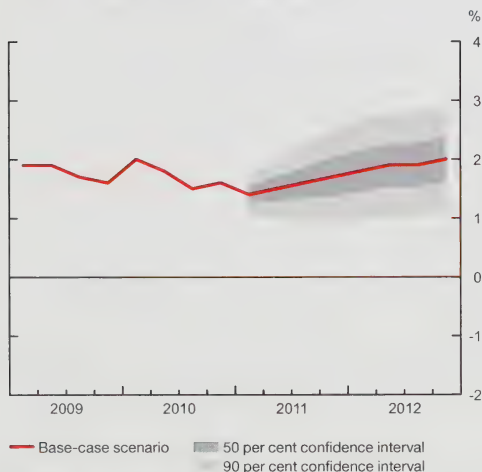
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 29** and **Chart 30** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the first quarter of 2011 to the end of 2012.²

Chart 29: Projection for core CPI inflation

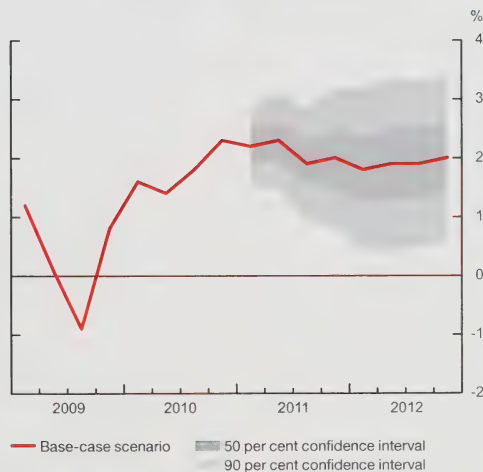
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 30: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

² Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; keyword search: Fan charts.

Risks to the Outlook

Despite improvements in the outlook for the global and Canadian economies, risks remain elevated.

There are two main upside risks to inflation, relating to higher commodity prices and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector:

- The global economy could be stronger than currently anticipated, particularly if measures to moderate demand in emerging-market economies prove insufficient. This could boost commodity prices, which would increase incomes in Canada and support stronger investment activity and household spending.
- There could be stronger-than-expected momentum in household expenditures in Canada. With exceptionally stimulative financing conditions, borrowing could continue to grow faster than income.

There are two main downside risks to inflation, relating to Canadian competitiveness and the possibility of weaker-than-projected household expenditures:

- The Bank expects net exports to provide greater support to the Canadian economic expansion over the projection horizon. However, with ongoing productivity challenges and the persistent strength of the Canadian dollar, the anticipated recovery in net exports may not fully materialize. Moreover, renewed tensions in foreign exchange markets could inhibit the necessary global adjustment and put additional pressure on freely floating currencies.
- With household expenditures in Canada significantly above their historical average as a share of GDP, growth in household spending might decelerate more rapidly than is currently anticipated. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy, such as consumption, given the high debt loads of some Canadians.

In addition, challenges in Europe continue to be a significant source of uncertainty for the global outlook. A comprehensive solution to the sovereign debt and financial stability issues in a number of countries will be required.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique

1701, rue Hollis, 13^e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 3M8

David Amirault
Représentant principal (Analyse économique)

Monique LeBlanc
Représentante principale (Analyse économique)

Laurent Martin
Représentante principale (Monnaie)

1501, avenue McGill College, bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8

Phuong Anh Ho Huu
Représentant principal (Analyse économique)

Miville Tremblay
Représentante principale (Monnaie)

Miville Tremblay
Représentant principal et directeur
(Marchés financiers)

(Marchés financiers)

Ontario

150, rue King Ouest, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9

Brigid Brady
Chef adjointe, Analyse régionale, département des
Analyses de l'économie canadienne

Jane Voll
Représentante principale (Analyse économique)

Manuel Parreira
Représentant principal (Monnaie)

Mark Caplan
Représentant principal et directeur
(Marchés financiers)

Eric Tuer
Directeur adjoint (Marchés financiers)

Alexander Fritsche
Représentant principal (Analyse économique)

Ted Mieszkalski
Représentant principal (Monnaie)

Colombie-Britannique et Yukon

200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4

Farid Novin
Représentant principal (Analyse économique)

Lori Rennison
Représentante principale (Analyse économique)

Trevor Frers
Représentant principal (Monnaie)

Bureau de New York
Consulat général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175

Scott Kinnear
Consul et représentant principal
de la Banque du Canada

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces

1701 Hollis Street, 13th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 3M8

David Amirault

Senior Regional Representative (Economics)

Monique LeBlanc

Senior Regional Representative (Currency)

Quebec

1501 McGill College Avenue, Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8

Laurent Martin

Senior Regional Representative (Economics)

Phuong Anh Ho Huu

Senior Regional Representative (Currency)

Miville Tremblay

Senior Representative, Director (Financial Markets)

Ontario

150 King Street West, Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9

Brigid Brady

Assistant Chief, Regional Analysis Division,
Canadian Economic Analysis Department

Jane Voll

Senior Regional Representative (Economics)

Manuel Parreira

Senior Regional Representative (Currency)

Mark Caplan

Senior Representative, Director (Financial Markets)

Eric Tuer

Assistant Director (Financial Markets)

Prairie Provinces, Nunavut,
and Northwest Territories

404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9

Alexander Fritsche

Senior Regional Representative (Economics)

Ted Mieszkalski

Senior Regional Representative (Currency)

British Columbia and Yukon

200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4

Farid Novin

Senior Regional Representative (Economics)

Lori Rennison

Senior Regional Representative (Economics)

Trevor Frers

Senior Regional Representative (Currency)

New York Office

Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175 U.S.A.

Scott Kinnear

Consul and Senior Representative
for the Bank of Canada

De plus, les défis auxquels l'Europe est confrontée demeurent une source importante d'incertitude quant aux perspectives mondiales. Les problèmes liés à la dette souveraine et à la stabilité financière d'un certain nombre de pays nécessiteront une solution d'ensemble.

Globalement, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Les risques entourant les perspectives

Malgré l'amélioration des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques demeurent élevés.

Il existe deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation; ils concernent le renchérissement des produits de base et la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages :

■ L'économie mondiale pourrait être plus vigoureuse que ce qu'on entrevoit actuellement, surtout si les mesures destinées à modérer la demande dans les économies de marché émergentes s'avèrent insuffisantes. Il entraînerait une augmentation des revenus au Canada et favoriserait une hausse des investissements et des dépenses des ménages.

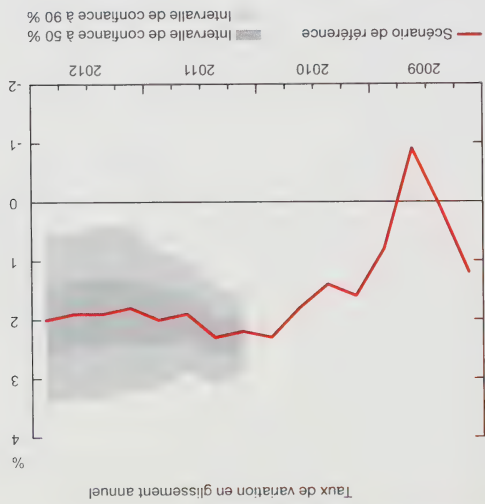
■ La progression des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vive qu'escamotée. Compte tenu des conditions financières exceptionnelles-ment avantageuses, les emprunts pourraient continuer d'augmenter plus rapidement que les revenus.

Deux principaux risques à la baisse pèsent sur les perspectives d'inflation, qui ont trait à la compétitivité du Canada et à la possibilité que les dépenses des ménages soient plus faibles qu'anticipé :

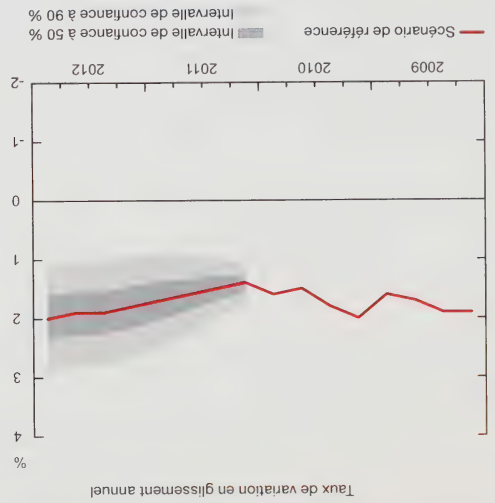
■ La Banque s'attend à ce que les exportations nettes soutiennent davantage l'expansion économique au Canada durant la période de projection. Cependant, étant donné les défis qui se posent sur le plan de la productivité et la vigueur persistante du dollar canadien, il se peut que la reprise attendue des exportations nettes ne se concrétise pas pleinement. Qui plus est, de nouvelles tensions sur les marchés des changes pourraient entraver l'ajustement qui s'impose à l'échelle mondiale et exercer des pressions supplémentaires sur les monnaies dont le cours flotte librement.

■ La croissance des dépenses des ménages au Canada pourrait décélérer plus rapidement qu'on ne l'envisage à l'heure actuelle, du fait qu'elles sont considérablement supérieures à leur moyenne historique en proportion du PIB. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie tels que la consommation, étant donné le lourd endettement de certains Canadiens.

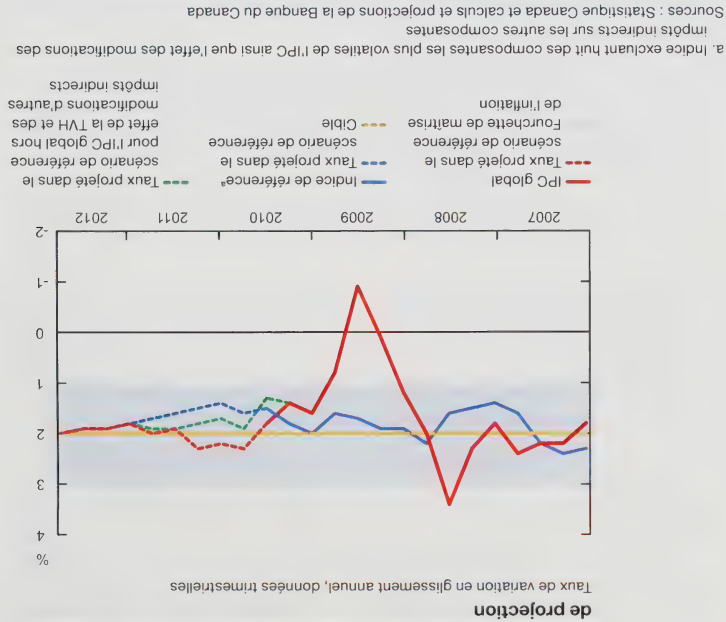
Graphique 30 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global



Graphique 29 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence



Graphique 28 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % au cours de la période de projection



changements sur les prix. Abstraction faite de l'incidence des mesures touchant les impôts indirects, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge graduellement vers la cible de 2 %, et suive généralement le profil d'évolution projeté de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, et compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 29 et 30** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2011 à la fin de 2012².

2 Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Recherches.

La projection en matière d'inflation

Les perspectives relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence n'ont essentiellement pas changé depuis octobre. Cette dernière devrait remonter graduellement à 2 % d'ici la fin de 2012 (**Tableau 3** et **Graphique 28**), l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement. Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Par ailleurs, la progression modeste de la rémunération du travail qui est en cours, conjuguée à l'amélioration prévue de la productivité, devrait limiter la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et, par le fait même, atténuer les pressions inflationnistes.

Le profil d'évolution à court terme de l'inflation mesurée par l'indice de référence est un peu plus modéré qu'anticipé précédemment, ce qui va de pair avec une offre excédentaire légèrement plus élevée pendant cette période. Au premier trimestre, le rythme d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence sera également réduit du fait des augmentations de prix inhérentes aux véhicules automobiles et de l'hébergement hôtelier survenues au début de 2010.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra quelque peu au-dessus de la cible de 2 % pendant le premier semestre de 2011, la TVH et les autres changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces continuant de pousser à la hausse le taux de variation sur douze mois des prix à la consommation¹. Comme elle l'a fait par le passé, dans le cas de modifications de cette nature, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

WTF (niveau) glissement annuel	PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	IPC global (taux de variation en glissement annuel)	IPC global hors effets de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	WTF (niveau) glissement annuel
2009	4 ^e trim.	4,9	-1,1	1,6	0,8	76
2010	1 ^{er} trim.	5,6	2,1	2,0	1,6	79
	2 ^e trim.	5,8	3,4	1,8	1,4	78
	3 ^e trim.	2,3	3,4	1,5	1,3	76
	4 ^e trim.	2,3	2,8	1,6	1,9	85
2011	1 ^{er} trim.	2,5	2,0	1,4	2,3	82
	2 ^e trim.	2,8	2,2	1,5	2,2	84
	3 ^e trim.	2,3	2,2	1,6	1,8	91
	4 ^e trim.	2,3	2,6	1,7	1,9	93
2012	1 ^{er} trim.	3,0	2,8	1,7	1,9	95
	2 ^e trim.	2,9	2,9	1,8	1,8	95
	3 ^e trim.	2,6	2,9	1,9	1,9	95
	4 ^e trim.	2,5	2,7	1,9	1,9	95

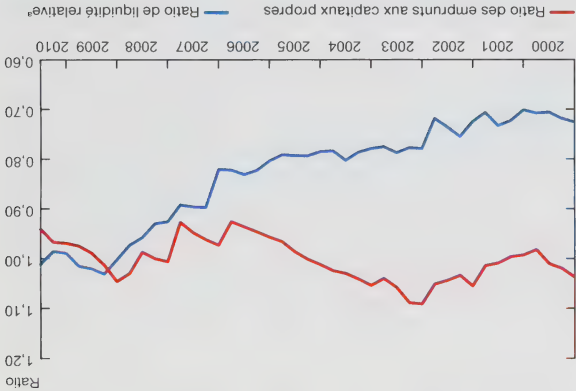
- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
- b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediat (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 14 janvier 2011.

¹ L'incidence directe des modifications apportées en Ontario, en Colombie-Britannique et en Nouvelle-Écosse aux taxes à la consommation est un relèvement provisoire de 0,7 point de pourcentage du taux d'augmentation de l'IPC global, en glissement annuel, entre juillet 2010 et juin 2011. La majoration de la taxe de vente provinciale au Québec en janvier 2011 devrait ajouter environ 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global pour l'année.

considérablement améliorées ces derniers temps, la croissance projetée des exportations canadiennes sera seulement un peu plus vigoureuse qu'es-compté antérieurement compte tenu des défis associés à la compétitivité. Le rééquilibrage de la demande intérieure vers les investissements des entreprises et les pressions qui s'exercent au chapitre de la compétitivité du Canada laissent aussi entrevoir une hausse des importations par rapport au profil de la demande intérieure globale. Le dynamisme des exportations nettes demeurera sensible aux mouvements de change et au redressement attendu de la croissance de la productivité, en plus d'être influencé par les perspectives d'évolution de la demande extérieure.

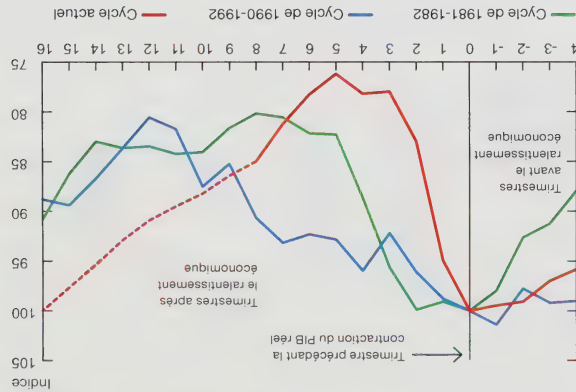
Source : Statistique Canada

a. Le ratio de liquidité relative est égal au quotient obtenu en divisant l'actif à court terme, diminué des stocks, par le passif à court terme.



Graphique 27 : Vu leurs hauts niveaux de liquidités et leurs faibles ratios d'endettement, les entreprises non financières sont bien placées pour investir
Données trimestrielles

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



Graphique 26 : La reprise projetée des investissements fixes des entreprises canadiennes soutient le redressement attendu de la productivité
Évolution comparative des investissements fixes des entreprises canadiennes, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice; trimestre précédent la contraction du PIB réel, données trimestrielles

Graphique 24 : Le taux d'épargne des particuliers devrait demeurer près des



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 25 : Les dépenses des ménages en proportion du PIB devraient reculer quelque peu par rapport aux hauts niveaux atteints



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

accroître la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles face à la reprise de l'économie mondiale. L'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises a également fait ressortir des niveaux continuellement élevés dans les intentions d'investissement ces derniers trimestres. À la lumière de tous ces facteurs, la Banque s'attend à ce que le relèvement des dépenses d'investissement soit un peu plus ferme que prévu précédemment.

Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque anticipe une augmentation des exportations nettes durant la période de projection, compte tenu d'un redressement de la demande extérieure et d'un rythme d'expansion de la demande intérieure légèrement moins rapide qu'auparavant. Si les perspectives de croissance à court terme aux États-Unis et dans d'autres économies se sont

La Banque anticipe une augmentation des exportations nettes durant la période de projection.

La montée rapide des investissements des entreprises devrait se poursuivre au cours de la période de projection.

Le taux d'épargne devrait continuer d'avoir des creux historiques, et la dette des ménages, des sommets inégaux.

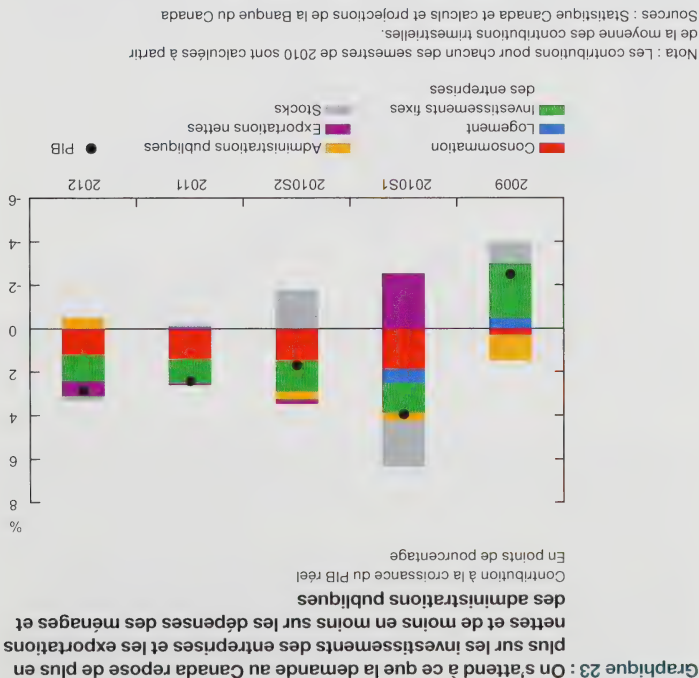
Dans son scénario de référence, qui prend en compte l'annonce récente du gouvernement fédéral relativement à la prorogation des stimulants budgétaires jusqu'en octobre, la Banque continue de tabler sur le fait que la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel deviendra négative pendant la période envisagée.

La montée rapide des investissements des entreprises devrait se poursuivre au cours de la période de projection à la faveur de la résorption du déclin inhabituellement marqué enregistré durant la récession (Graphique 26). Cette évolution reflète la situation financière solide des entreprises canadiennes (Graphique 27), les conditions de crédit favorables, la hausse des prix des produits de base, l'appréciation du dollar canadien et l'incitation à

historiques (Graphique 25).

Dans son scénario de référence, qui prend en compte l'annonce récente du gouvernement fédéral relativement à la prorogation des stimulants budgétaires jusqu'en octobre, la Banque continue de tabler sur le fait que la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel deviendra négative pendant la période envisagée.

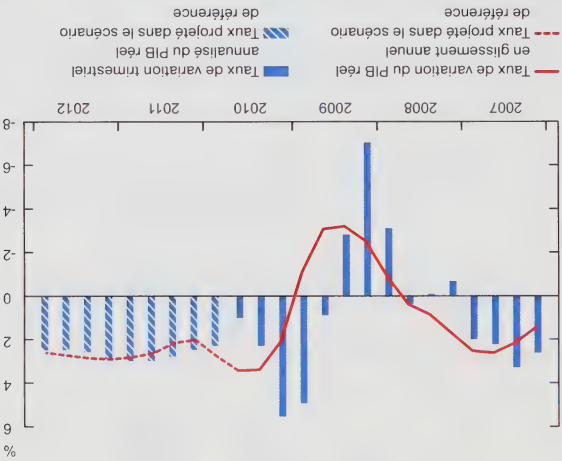
La montée rapide des investissements des entreprises devrait se poursuivre au cours de la période de projection à la faveur de la résorption du déclin inhabituellement marqué enregistré durant la récession (Graphique 26). Cette évolution reflète la situation financière solide des entreprises canadiennes (Graphique 27), les conditions de crédit favorables, la hausse des prix des produits de base, l'appréciation du dollar canadien et l'incitation à



sements des entreprises, conjuguée à un dynamisme accru, à court terme, des dépenses des ménages et de la demande américaine et mondiale. L'expansion plus faible pendant la seconde moitié de 2010 implique toutefois que la capacité excédentaire sera un peu plus élevée à court terme. Ainsi, la Banque continue d'anticiper que l'économie ne retournera à son plein potentiel qu'à la fin de 2012.

La croissance des dépenses de consommation devrait globalement évoluer de pair avec celle du revenu disponible des particuliers durant la période de projection. Les mesures récemment annoncées par le gouvernement concernant l'assurance hypothécaire contribueront à une progression plus équilibrée des dépenses des ménages.

Graphique 22 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage*

	2009	2010	2011	2012
Consommation	0.2 (0.2)	1.9 (1.9)	1.4 (1.2)	1.2 (1.2)
Logement	-0.6 (-0.6)	0.7 (0.6)	-0.1 (-0.2)	0.0 (0.1)
Administrations publiques	1.2 (1.2)	1.0 (1.1)	0.0 (0.0)	-0.5 (-0.4)
Investissements fixes des entreprises	-2.6 (-2.6)	0.6 (0.3)	1.1 (0.9)	1.2 (1.1)
Total partiel : demande intérieure finale	-1.8 (-1.8)	4.2 (3.9)	2.4 (1.9)	1.9 (2.0)
Exportations	-4.7 (-4.7)	1.9 (2.3)	1.8 (1.5)	1.9 (1.6)
Importations	4.9 (4.9)	-4.2 (-4.2)	-1.7 (-1.2)	-1.2 (-1.1)
Total partiel : exportations nettes	0.2 (0.2)	-2.3 (-1.9)	0.1 (0.3)	0.7 (0.5)
Stocks	-0.9 (-0.9)	1.0 (1.0)	-0.1 (0.1)	0.2 (0.1)
PIB	-2.5 (-2.5)	2.9 (3.0)	2.4 (2.3)	2.8 (2.6)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1.2 (1.2)	1.6 (1.6)	1.8 (1.8)	2.0 (2.0)
Revenu intérieur brut réel	-5.8 (-5.8)	4.8 (5.0)	3.4 (2.9)	3.2 (2.9)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2010.

La Banque envisage toujours une croissance économique modérée en 2011 et en 2012.

La Banque envisage toujours une croissance économique modérée en 2011 et en 2012 (Graphique 22). Elle prévoit que, l'expansion se poursuivant, la demande intérieure sera de plus en plus alimentée par les investissements des entreprises et les exportations nettes, et dépendra moins des dépenses des administrations publiques et des ménages (Tableau 2 et Graphique 23). Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,4 % en 2011 et de 2,8 % en 2012, affichant ainsi un profil de croissance un peu plus favorable que dans la projection du *Rapport* d'octobre. Cette légère amélioration des perspectives est attribuable à une augmentation plus marquée des investis-

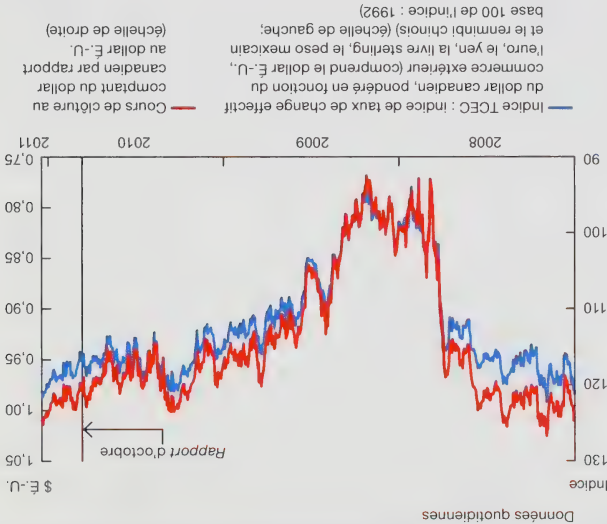
L'offre et la demande globales

internationale.

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 100 cents E.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; une stabilité relative des prix des produits de base non énergétiques; des conditions de crédit favorables à l'échelle

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

Source : Banque du Canada
Note : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Dernière observation : 14 janvier 2011



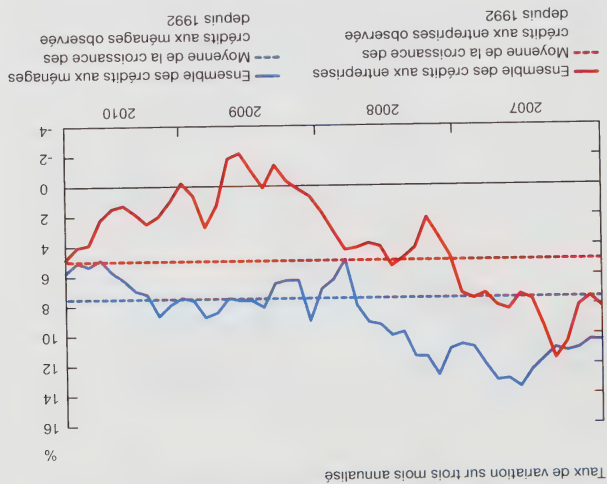
La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 100 cents E.-U. depuis la date d'annonce préalable de décembre, comparativement au chiffre de 98 cents E.-U. postulé dans le *Rapport* d'octobre (Graphique 21). Le huard s'est apprécié vis-à-vis d'autres monnaies, l'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) ayant enregistré une hausse d'environ 4 % depuis octobre.

Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 100 cents E.-U. depuis la date d'annonce préalable de décembre.

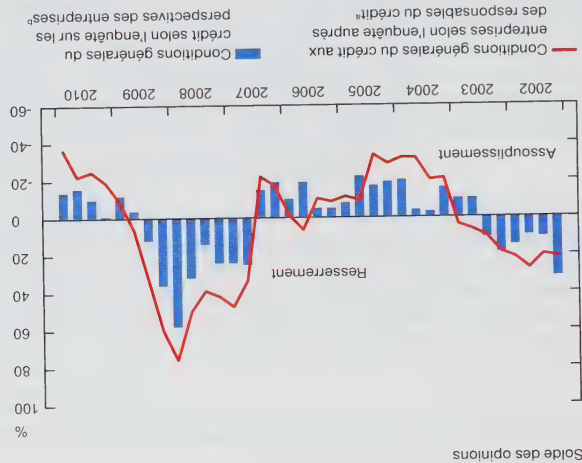
La progression des agrégats monétaires au sens étroit a poursuivi son ralentissement ces derniers mois par rapport à la cadence inhabituellement rapide enregistrée au début de 2010, suivant en cela la préférence moins marquée des ménages et des entreprises pour la liquidité. La croissance de l'agrégat au sens large M2+ demeure au-dessous de sa moyenne historique, ce qui laisse entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

Graphique 19 : La croissance du crédit aux entreprises s'accélère tandis que celle du crédit aux ménages a légèrement ralenti



Source : Banque du Canada
Dernière observation : novembre 2010

Graphique 20 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au quatrième trimestre de 2010



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement
Source : Banque du Canada
Dernière observation : 2010T4

Les conditions financières au Canada

Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avantagieuses, et fournissent un soutien continu important à la reprise économique. Les coûts d'emprunt effectifs des ménages demeurent très bas en regard du passé, ce qui cadre avec le faible niveau des coûts de financement des banques (Graphique 18). Les coûts d'emprunt se sont néanmoins accrus au cours de la dernière année — affichant notamment une très légère hausse durant la période écoulée depuis la parution du *Rapport* d'octobre qui reflète l'amélioration des rendements des obligations du gouvernement canadien — conformément à l'évolution observée à l'échelle mondiale. Dans ce contexte, la croissance du crédit aux ménages s'est modérée quelque peu par rapport au rythme rapide du début de 2010 (Graphique 19).

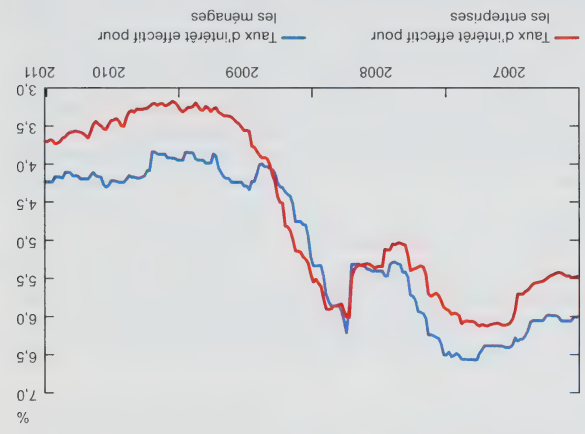
Les coûts d'emprunt effectifs des entreprises canadiennes sont également restés très peu élevés malgré une certaine augmentation en 2010. En outre, selon les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises, l'accès des firmes canadiennes au financement a continué de s'améliorer ces derniers mois (Graphique 20).

Les données de l'enquête auprès des responsables du crédit tendent à indiquer que l'intensification de la concurrence entre prêteurs et l'amélioration des conditions économiques ont conduit à un assouplissement général des normes d'octroi des prêts, qui s'étend de plus en plus aux petites entreprises. Le redressement des perspectives économiques mondiales et le niveau toujours bas des rendements des obligations d'État ont soutenu la forte demande d'obligations et d'actions de sociétés par les investisseurs, mise en évidence par la faiblesse persistante des écarts de crédit en dépit du niveau élevé des émissions d'obligations de sociétés et par une nouvelle remontée de l'indice composite S&P/TSX. Les conditions de financement favorables, ainsi que la reprise en cours des investissements des entreprises et le regain d'activité au chapitre des fusions et des acquisitions, ont contribué au relèvement observé de la croissance globale du crédit aux entreprises (Graphique 19).

L'accès des firmes canadiennes au financement a continué de s'améliorer ces derniers mois.

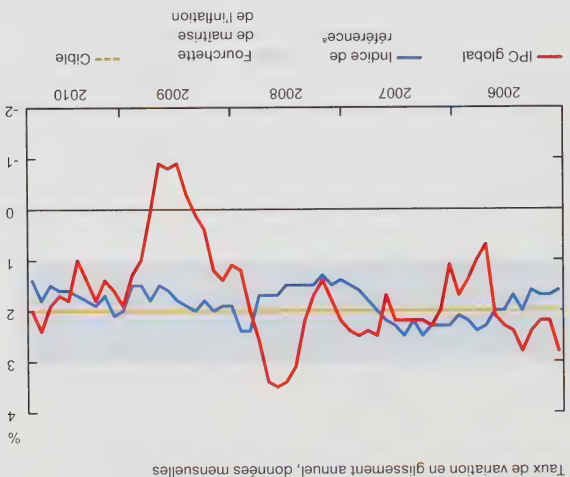
Les conditions de financement favorables ont contribué au relèvement observé de la croissance globale du crédit aux entreprises.

Graphique 18 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas



Données hebdomadaires
 Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.
 Source : calculs de la Banque du Canada
 Dernière observation : 14 janvier 2011

Graphique 16 : L'inflation mesurée par l'indice de référence demeure modérée
alors que l'inflation mesurée par l'IPC global se situe légèrement au-dessus de la cible, en raison principalement de facteurs temporaires

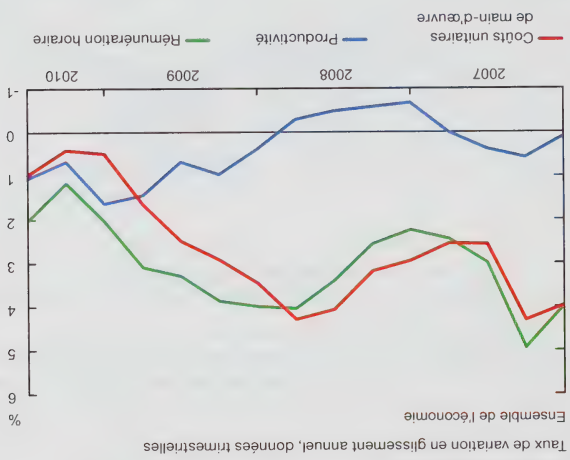


a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

Dernière observation : novembre 2010

Graphique 17 : La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est modérée depuis le début de 2010



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T3

Les mesures tirées d'enquêtes récentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %.

indiquent encore que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée sous les 2 % ces derniers mois, ce qui cadre avec une offre excédentaire considérable au sein de l'économie.

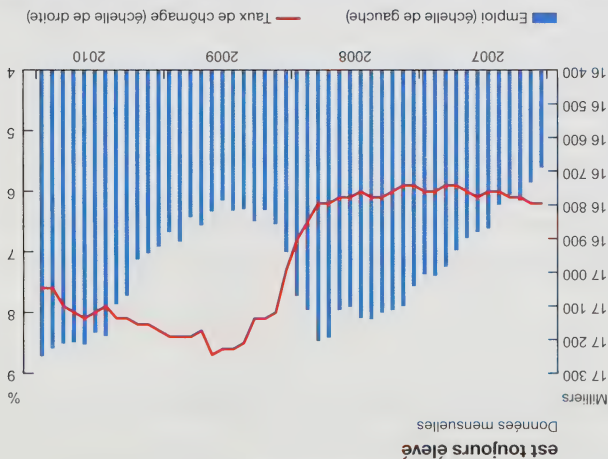
Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 3/4 % en déga de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2010.

L'inflation et la cible de 2 %

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 3/4 % en déga de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2010, ce qui représente une marge de capacités excédentaires légèrement supérieure à ce qu'elle avait projeté en octobre.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : décembre 2010



L'inflation mesurée par l'IPC global a augmenté au cours des derniers trimestres, principalement en raison de l'effet de la TVH et des autres modifications apportées aux impôts indirects par les provinces qui sont entrées en vigueur en juillet, de même que du renchérissement de l'énergie. Le taux d'accroissement de l'IPC global en octobre et novembre a atteint en moyenne 2,2 %, soit un chiffre légèrement supérieur à celui envisagé par la Banque en octobre.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent encore que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver, 91 % des firmes sondées estiment que la hausse moyenne de l'IPC se maintiendra, durant les deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en janvier, l'IPC global devrait gagner 2,2 % en 2011 et 2,1 % en 2012. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

La Banque estime que l'expansion économique a remonte pour s'établir à 2,3 % au quatrième trimestre, compte tenu du rebond des exportations nettes et de la décélération des dépenses des ménages et des investissements des entreprises par rapport au rythme d'accroissement rapide observé récemment. Après avoir apporté une contribution appréciable durant les trimestres précédents, les stocks ont vraisemblablement limité l'expansion du PIB au quatrième trimestre, ce qui va de pair avec la stabilisation de la tendance du ratio stocks/ventes.

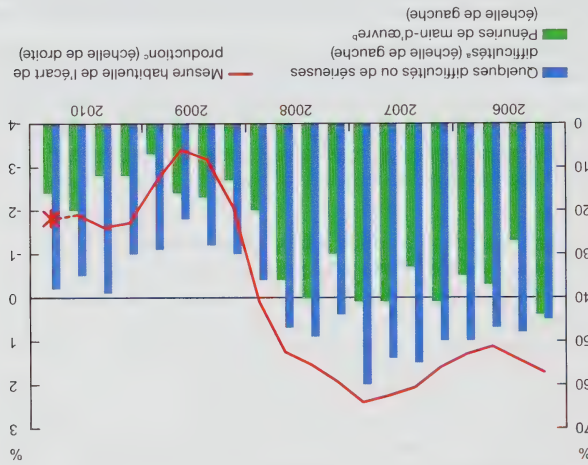
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Divers indicateurs de la capacité donnent à penser qu'il subsiste une marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne.

La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production indique que la marge de capacités excédentaires est restée relativement stable au quatrième trimestre, à quelque -1,8 % (Graphique 14).

Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée inférieure à sa moyenne historique, tout comme le pourcentage de celles aux prises avec une pénurie de main-d'œuvre. Le taux de chômage est encore élevé et le faible nombre moyen d'heures travaillées par semaine font également ressortir la persistance de la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail (Graphique 15).

Graphique 14 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne reste considérable



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sévères difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2010 (indiquée par l'astérisque) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T4

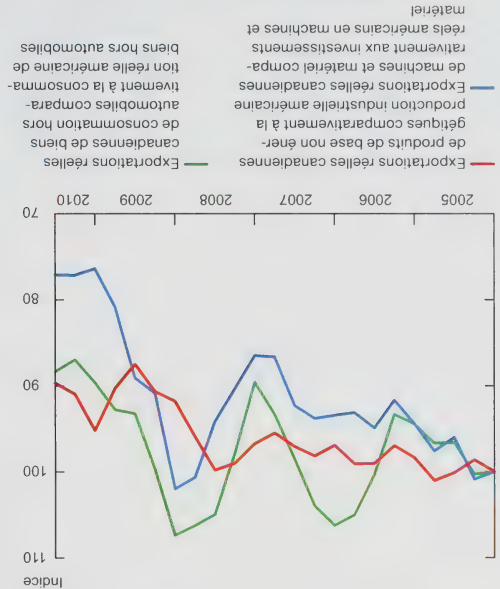
La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada

Note technique 3 (suite)

fondée sur les chiffres canadiens et américains relatifs de la main-d'œuvre canadienne durant la même période (Graphique 3-D). Les coûts unitaires de main-d'œuvre relatifs peu-vent être décomposés en trois éléments : le taux de change nominal, la rémunération horaire relative et la productivité relative du travail. L'appréciation consi-dérable du dollar canadien depuis le début de 2005 est responsable des deux tiers environ de la montée au Canada des coûts unitaires de main-d'œuvre par rapport aux États-Unis. Les salaires ayant progressé à un rythme assez similaire dans les deux pays pen-dant cette période, le retard du Canada en matière de

productivité explique le reste de la baisse de compé-tivité mesurée par cet indicateur : la productivité du travail a en effet crû au Canada à un taux annuel moyen d'à peine 0,5 % depuis le premier trimestre de 2005, alors que ce rythme a été de 2,1 % aux États-Unis. L'écart entre les taux de croissance de la productivité canadienne et américaine s'est même accru au fil des dernières années, tout comme la diminution de la part de marché des producteurs canadiens. Cette évolution met en relief le risque que des résultats décevants sur le plan de la productivité, conjugués à la vigueur persistante du dollar canadien, brident la reprise attendue des exportations nettes du Canada.

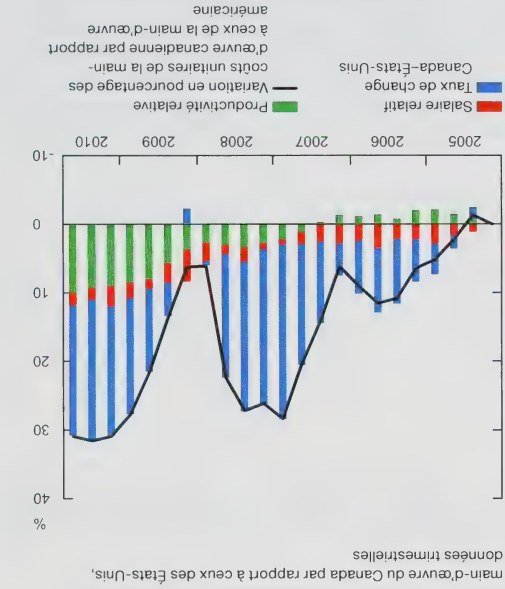
Graphique 3-C : Le recul de la part des exportateurs canadiens sur le marché américain touche une gamme de biens



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

Graphique 3-D : L'érosion de la compétitivité du Canada reflète la vigueur du dollar canadien et la piètre tenue du pays au chapitre de la productivité relative



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada

La balance courante du Canada s'est fortement dégradée ces dernières années. Elle a accusé un déficit équivalant à 4,3 % du PIB au troisième trimestre de 2010, du jamais vu en 20 ans (Graphique 3-A). Cette évolution traduit le niveau élevé de la demande intérieure ainsi qu'une détérioration de la compétitivité des producteurs canadiens par rapport aux producteurs étrangers, comme le montrent la réduction de la part de marché des exportateurs canadiens à l'étranger (Graphique 3-B). Le recul de la part de ces exportateurs sur le marché américain, de loin le marché d'exportation le plus important pour le Canada, touche une large gamme de biens, dont les machines et le matériel, les biens de consommation et les produits de base non énergétiques (Graphique 3-C).

Au cours des dernières années, la compétitivité canadienne s'est érodée à la suite de la hausse prononcée du coût de la main-d'œuvre par unité produite au Canada en comparaison des autres pays (après

Graphique 3-A : Le solde de la balance courante du Canada a fortement diminué ces dernières années

Données trimestrielles

%

2005 2006 2007 2008 2009 2010

— Solde de la balance courante en pourcentage du PIB

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

Graphique 3-B : Les producteurs canadiens ont perdu des parts de marché

Base 100 de l'indice : 2005T1; données trimestrielles

2005 2006 2007 2008 2009 2010

— Ratio des importations américaines de biens des biens importés aux États-Unis

— Ratio des importations mexicaines de biens des biens importés aux États-Unis

Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Bureau du recensement des États-Unis et calculs de la Banque du Canada (en vue notamment de désaisonnaliser les données)

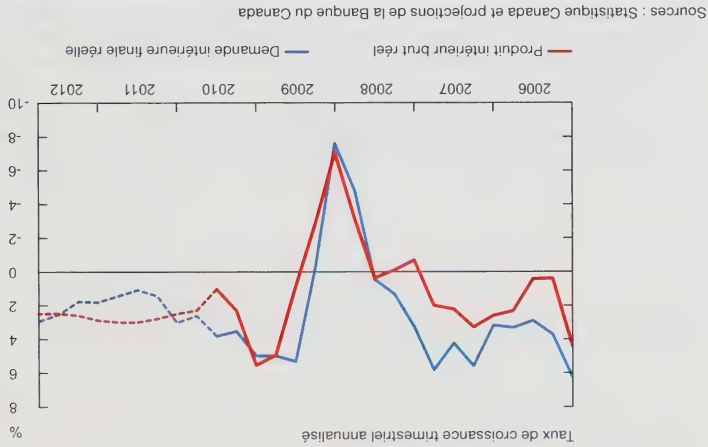
Dernière observation : 2010T3

Il a été montré que les mesures de la compétitivité qui sont calculées à partir des coûts de main-d'œuvre expliquent beaucoup mieux les variations des exportations nettes et de la production réelle au Canada que celles reposant sur les indices des prix à la consommation (R. Lafrance, P. Osakwe et P. St-Amant, *Evaluating Alternative Measures of the Real Effective Exchange Rate*, document de travail n° 98-20, Banque du Canada). Par ailleurs, en règle générale, le choix de la pondération attribuée à chacun des pays n'influence pas de façon sensible la mesure de la compétitivité canadienne.

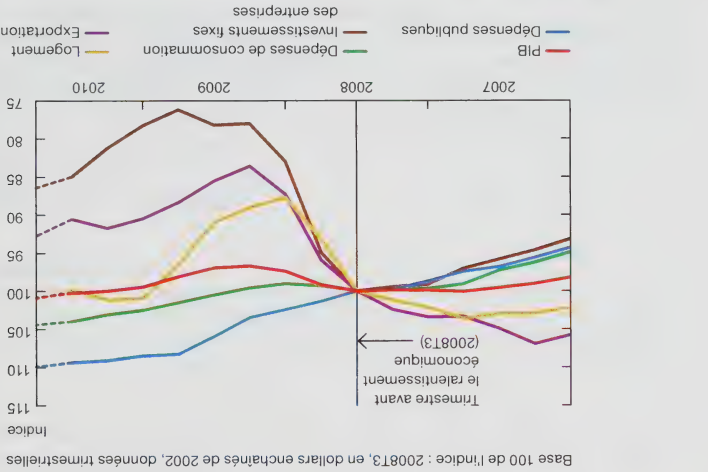
L'OCDE calcule le taux de change effectif réel en se basant sur les coûts unitaires de main-d'œuvre du secteur manufacturier dans 42 pays, ce qui lui permet de mesurer la compétitivité de chaque pays relativement à un vaste éventail de concurrents directs et indirects.

(suite à la page suivante)

Graphique 12 : Alors que la croissance de la demande intérieure finale réelle est restée robuste au troisième trimestre de 2010, celle du PIB réel a ralenti considérablement



Graphique 13 : Les investissements des entreprises et les exportations demeurent bien en deçà des niveaux auxquels ils se situaient avant la récession



Les exportations nettes ont exercé au troisième trimestre un effet modérateur sur la croissance plus important qu'espcompté, du fait que les exportations se sont repliées malgré la poursuite de l'expansion de l'activité à l'étranger et que les importations ont continué d'être stimulées par une forte demande intérieure. La faiblesse continue des exportations nettes s'explique par la piètre tenue de la productivité relative et la vigueur persistante du dollar canadien (*Note technique 3*). Toutefois, l'atonie des exportations au troisième trimestre est aussi attribuable à des facteurs temporaires tels que l'inactivité d'oléoducs.

L'économie canadienne se trouve maintenant dans une période de croissance plus modeste, après la forte reprise enregistrée à la fin de 2009 et au début de 2010. Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque prévoit un rythme d'expansion modéré dans l'ensemble, les conditions financières avantagieuses continuant de fournir un soutien à mesure que sont retirés les stimulants budgétaires. La demande au Canada devrait être relativement moins tributaire des dépenses des ménages et des administrations publiques et se déplacer vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. La hausse projetée de la contribution des exportations nettes à la croissance est étayée par l'amélioration des perspectives à court terme concernant l'expansion économique aux États-Unis et à l'échelle du globe. Toutefois, les effets cumulatifs de la piètre tenue du Canada en ce qui a trait à la productivité relative et de la vigueur persistante du dollar canadien ont érodé la compétitivité du pays et freinent la reprise des exportations nettes.

Ainsi qu'elle le projetait en octobre, la Banque s'attend à ce que la croissance résorbe la marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie que par l'indice de référence devrait retourner graduellement à 2 % au cours de la même période.

L'évolution récente

L'activité économique

L'expansion du PIB réel canadien a ralenti pour se situer à 1,0 % (en rythme annuelisé) au troisième trimestre. Ce résultat est légèrement plus faible qu'on ne l'envisageait en octobre (**Graphique 12**), la robustesse de la demande intérieure au troisième trimestre ayant été en bonne partie contrebalancée par une nouvelle détérioration des exportations nettes.

Les dépenses de consommation ont continué de croître vigoureusement au troisième trimestre, tandis que le niveau des investissements dans le logement est demeuré élevé, malgré la disparition de plusieurs facteurs transitoires favorisant l'activité. Le dynamisme des dépenses de consommation a suivi la croissance du revenu disponible des particuliers durant les deuxièmes et troisième trimestres, laissant ainsi le taux d'épargne près de son creux historique.

Les investissements des entreprises ont poursuivi leur vive progression au troisième trimestre. Cependant, en dépit de la hausse importante enregistrée depuis la fin de 2009, moins de la moitié du recul inhabituellement marqué qu'ils ont accusé durant la récession a été comblée (**Graphique 13**).

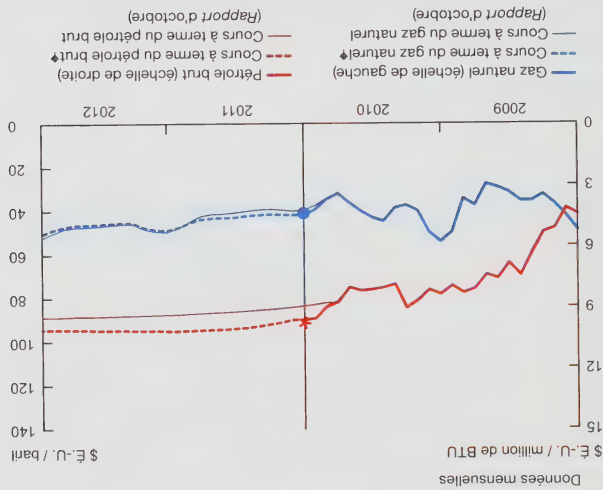
La Banque prévoit un rythme d'expansion modéré dans l'ensemble, les conditions financières avantagieuses continuant de fournir un soutien à mesure que sont retirés les stimulants budgétaires.

Les dépenses de consommation ont continué de croître vigoureusement, tandis que le niveau des investissements dans le logement est demeuré élevé.

On anticipe un léger ralentissement de la progression du PIB réel dans les autres économies de marché émergentes. Le retrait des stimulants budgétaires mis en place durant la récession et le durcissement de la politique monétaire en réponse à l'accroissement des tensions inflationnistes devraient modérer l'expansion de la demande intérieure. En outre, on prévoit qu'une modeste appréciation des taux de change réels de ces économies résoudra la croissance de leurs exportations nettes.

L'indice des prix des produits de base de la Banque devrait monter pendant la période de projection, sous l'effet de la reprise économique mondiale. Après avoir enregistré des hausses marquées récemment, les cours des produits de base non énergétiques devraient demeurer relativement stables durant la période projetée, l'augmentation de la demande étant largement contrebalancée par une montée de l'offre. Les courbes les plus récentes des cours à terme indiquent que les prix du pétrole s'établiront à 95 dollars E.-U. en moyenne en 2012, et que les prix du gaz naturel continueront d'augmenter à mesure que l'offre excédentaire se résorbera (Graphique 11).

Graphique 11 : Les prix du pétrole ne devraient pas beaucoup varier, mais ceux du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2012



* Cours au comptant du pétrole brut (14 janvier 2011)
 * Cours au comptant du gaz naturel (14 janvier 2011)
 † Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 14 janvier 2011
 Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour janvier 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 14 janvier 2011.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

La croissance projetée en Chine est un peu plus élevée en 2011 qu'on ne l'envisageait, alimentée par une demande intérieure plus forte que prévu.

Dans la zone euro, on s'attend à une reprise modeste jusqu'à la fin de 2012. Cette région doit toutefois faire face à des risques et des défis considérables.

budgétaire, notamment les réductions d'impôt qui poussent à la hausse le revenu disponible, devraient stimuler davantage les dépenses de consommation en 2011. Cependant, on s'attend à ce que les États et les municipalités limitent les dépenses et relèvent les impôts afin de combler d'importants déficits budgétaires, ce qui fera en partie contrepois aux stimulations budgétaires du gouvernement fédéral. La consommation continuera aussi de se ressensir de l'assainissement nécessaire des bilans des ménages et de l'évolution du secteur du logement, où une offre excédentaire notable de maisons invendues devrait exercer un effet modérateur durable sur les prix.

Les investissements en équipements et en logiciels des entreprises américaines devraient s'accroître davantage en raison de faibles coûts de financement, de meilleures conditions de crédit bancaire et des perspectives de croissance plus favorables. Par contre, les taux d'immobilisation élevés dans le secteur commercial et celui du commerce de détail, conjugués au resserrement des conditions du crédit aux entreprises de ces secteurs, devraient continuer de brider la progression des investissements dans la construction. Les exportations nettes devraient contribuer de plus en plus à la croissance au cours de la période de projection, à la faveur d'une nouvelle dépréciation du taux de change effectif réel du dollar E.-U. et du raffermissement de la demande extérieure de biens et de services américains.

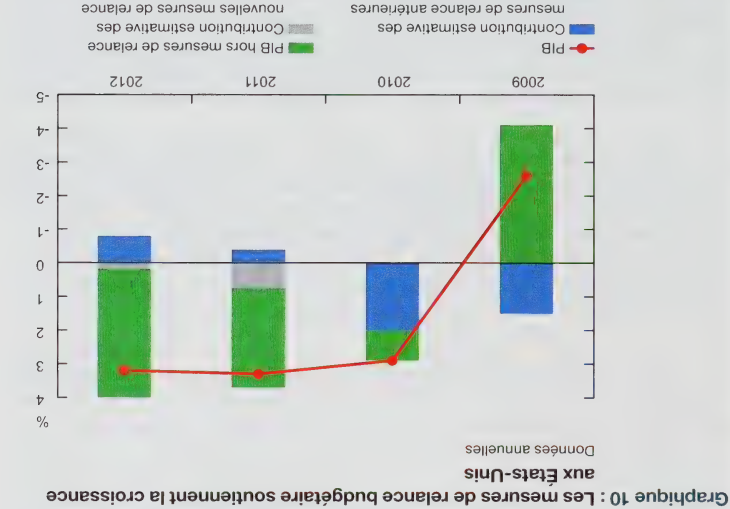
Dans la zone euro, on s'attend à une reprise modeste jusqu'à la fin de 2012. Des indicateurs récents donnent à penser que la croissance au début de 2011 sera un peu plus ferme qu'anticipé dans le *Rapport* d'octobre, particulièrement dans les économies du cœur de l'Europe. L'activité économique devrait s'affaiblir quelque peu par la suite, sous l'effet des mesures d'austérité budgétaire et des tensions financières découlant des inquiétudes persistantes au sujet de la viabilité de la dette des pays périphériques. Les perspectives d'expansion dans les économies périphériques fortement endettées sont beaucoup plus sombres et plus incertaines que celles des grandes économies d'Europe. Malgré leurs ambitieux programmes de réduction des déficits, les pays périphériques demeureront vulnérables aux sautes d'humeur des marchés en raison de leurs besoins considérables en matière de refinancement de dette et de leurs systèmes financiers relativement faibles. Qui plus est, ces pays, du fait de la forte concentration de leurs exportations à l'intérieur de la région, resteront largement tributaires de la résilience des grandes économies européennes.

Au Japon, la croissance économique devrait ralentir en 2011 et en 2012, par suite du retrait des mesures de relance budgétaire et de l'appréciation antérieure du yen. L'expansion demeure cependant quelque peu supérieure à celle de la production potentielle, ce qui s'explique par une généralisation graduelle de la reprise. On prévoit que l'amélioration des conditions sur le marché du travail soutiendra en partie la demande intérieure. Toutefois, les exportations devraient être un important moteur de la croissance jusqu'à la fin de 2012.

En Chine, un déplacement progressif de la demande allant de l'investissement et des exportations vers la consommation devrait avoir lieu au cours de la période de projection, grâce à une modeste appréciation du taux de change réel effectif de la monnaie chinoise. La croissance projetée en Chine est un peu plus élevée en 2011 qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* d'octobre, alimentée par une demande intérieure plus forte que prévu, en 2012, elle devrait être légèrement plus faible qu'escompté, en raison de l'effet restrictif des mesures de resserrement monétaire et du crédit.

Le PIB réel américain, en moyenne annuelle, devrait croître de 3,3 % en 2011 et de 3,2 % en 2012. On s'attend à ce que l'expansion aux États-Unis en 2011 soit plus forte qu'escompté dans le Rapport d'octobre, en raison du nouveau programme de relance budgétaire et de la reprise plus rapide des dépenses de consommation (Graphique 10).

La progression des dépenses des ménages aux États-Unis devrait être soutenue jusqu'à la fin de 2012 par une modeste intensification du rythme de création d'emplois, et ce, dans un contexte d'extrême précarité sur le marché du travail à l'heure actuelle et d'un taux de chômage de longue durée qui a atteint des sommets historiques. En outre, les nouvelles mesures de relance



Source : Banque du Canada

La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en partie des pouvoirs d'achat pour 2009.

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2010

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2010 du Rapport sur la politique monétaire.

c. En 2010, la hausse du PIB réel japonais a dépassé les attentes exposées dans le Rapport d'octobre, sous l'effet des modifications apportées aux séries chronologiques des comptes nationaux et d'une croissance plus forte que prévu au troisième trimestre.

Source : Banque du Canada

Ensemble du monde	100	5,0 (4,7)	4,0 (3,5)	3,9 (3,8)
Autres pays	46	5,7 (5,2)	4,0 (3,6)	3,8 (3,5)
	13	10,4 (10,3)	9,3 (9,0)	8,8 (8,9)
	6	4,3 (2,9)	1,4 (1,3)	2,1 (2,3)
	15	1,7 (1,7)	1,5 (1,1)	1,5 (1,7)
	20	2,9 (2,7)	3,3 (2,3)	3,2 (3,3)
États-Unis	20	2,9 (2,7)	3,3 (2,3)	3,2 (3,3)
	15	1,7 (1,7)	1,5 (1,1)	1,5 (1,7)
Zone euro	15	1,7 (1,7)	1,5 (1,1)	1,5 (1,7)
	6	4,3 (2,9)	1,4 (1,3)	2,1 (2,3)
Japon	6	4,3 (2,9)	1,4 (1,3)	2,1 (2,3)
	13	10,4 (10,3)	9,3 (9,0)	8,8 (8,9)
Autres pays	46	5,7 (5,2)	4,0 (3,6)	3,8 (3,5)
	100	5,0 (4,7)	4,0 (3,5)	3,9 (3,8)

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

La progression des dépenses des ménages aux États-Unis devrait être soutenue jusqu'à la fin de 2012 par une modeste intensification du rythme de création d'emplois, et ce, dans un contexte d'extrême précarité sur le marché du travail à l'heure actuelle et d'un taux de chômage de longue durée qui a atteint des sommets historiques. En outre, les nouvelles mesures de relance

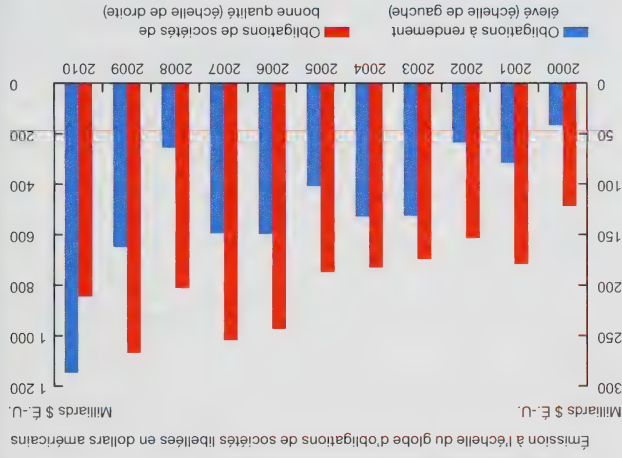
On s'attend à ce que l'expansion aux États-Unis en 2011 soit plus forte qu'escompté.

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme solide en 2011 et en 2012.

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme solide en 2011 et en 2012 (Tableau 1), à la faveur du raffermissement de la demande intérieure privée. On prévoit que la croissance mondiale au cours de cette période sera un peu plus vigoureuse qu'anticipé en octobre. Même si les effets de la crise de la dette en Europe périphérique devraient restreindre l'expansion durant la période projetée, ils seront largement compensés, en 2011, par l'incidence du regain de l'activité observé aux États-Unis et dans les économies de marché émergentes.

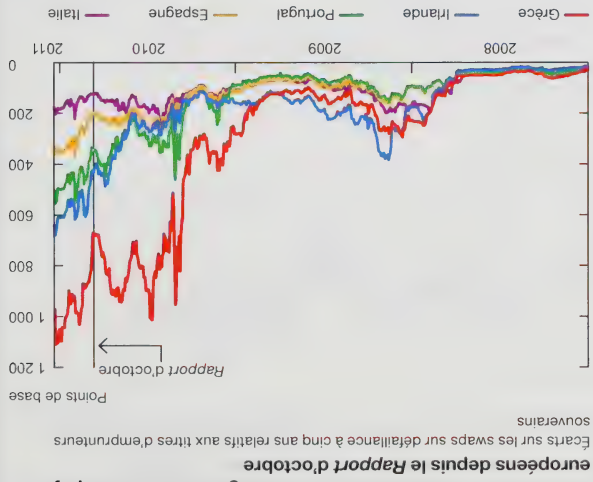
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Source : Bloomberg
Dernière observation : 31 décembre 2010



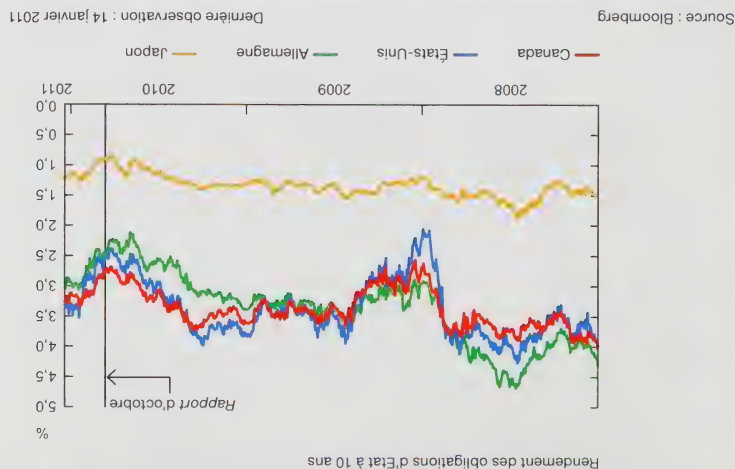
Graphique 9 : L'émission d'obligations de sociétés a été soutenue, en particulier sur le marché des titres à rendement élevé

Source : Markit
Dernière observation : 14 janvier 2011



Graphique 8 : Les écarts de crédit se sont encore élargis dans certains pays européens depuis le Rapport d'octobre

Graphique 7 : Les rendements des obligations d'Etat des grandes économies avancées ont augmenté depuis la parution du Rapport d'octobre



À la fin d'octobre et en novembre, les investisseurs se sont montrés de plus en plus préoccupés par les finances publiques des pays de l'Europe périphérique et, dans certains cas, par l'incidence sur celles-ci des tensions dans le secteur bancaire. Les écarts de crédit dans les pays souverains les plus touchés se sont nettement creusés (**Graphique 8**) et plusieurs pays de la zone euro s'en sont ressentis. Les autorités publiques européennes ont réagi en annonçant diverses mesures visant à préserver la stabilité financière, dont un programme de stabilisation pour l'Irlande et des plans d'assainissement des finances publiques plus rigoureux dans plusieurs pays. La Banque centrale européenne a également accru ses injections de liquidités exceptionnelles dans les banques de la zone euro et acheté davantage d'obligations souveraines sur le marché secondaire. L'évolution des marchés financiers depuis donne à penser que de nouvelles mesures pourraient s'avérer nécessaires. En dépit de ces tensions, la plupart des marchés des actions et des obligations de sociétés à l'échelle du globe ont continué d'attirer une bonne tenue depuis la diffusion du *Rapport* en octobre, ce qui est attribuable aux solides bénéfices et revenus enregistrés par les sociétés et aux données économiques généralement meilleures que prévu. Les marchés mondiaux des obligations de sociétés connaissent encore des niveaux d'émission soutenus et des écarts plus faibles, particulièrement pour ce qui est des titres plus risqués tels que les obligations de sociétés à rendement élevé, ce qui tient à la forte demande des investisseurs et à un appétit grandissant pour le risque.

(Graphique 9)

Sous l'effet de l'amélioration des facteurs fondamentaux et de l'accroissement de l'intérêt des investisseurs, les monnaies de plusieurs pays émergents ont été soumises à des pressions à la hausse persistantes par rapport à la hausse persistante sur les marchés des changes depuis octobre, l'ampleur de leurs interventions sur les marchés des changes depuis octobre, un certain nombre d'entre elles ont imposé des restrictions sur les mouvements de capitaux ainsi que d'autres mesures administratives. Ces interventions des pouvoirs publics risquent d'entraver le processus d'ajustement des taux de change réels requis pour corriger les déséquilibres mondiaux et soutenir la reprise.

Les monnaies de plusieurs pays émergents ont été soumises à des pressions à la hausse persistantes.

L'inflation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale

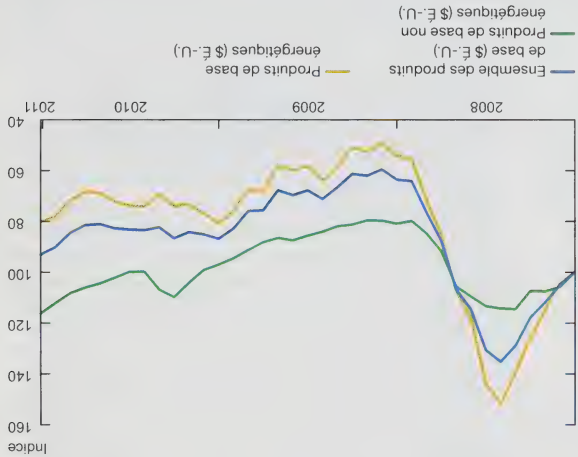
Note technique 2 (suite)

Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les autorités chinoises arriveront à assurer un atterrissage en douceur de l'économie de leur pays, qui impliquera une légère modération de la croissance et une réduction graduelle de l'inflation jusqu'à un taux visé de 4 %. Mais on ne peut écarter le risque que les efforts des autorités en ce sens se révèlent

insuffisants. Dans une telle éventualité, la période d'expansion et d'inflation accrues durerait plus longtemps que ce que l'on anticipe en ce moment, ce qui nécessiterait à moyen terme des mesures plus énergiques. La correction du taux de croissance et de l'inflation qui pourrait s'ensuivre en Chine serait alors beaucoup plus brutale.

Graphique 6 : Les cours mondiaux des produits de base ont augmenté depuis la parution du Rapport d'octobre

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2008, données mensuelles



Nota : Les valeurs pour janvier 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 14 janvier 2011.
Source : Banque du Canada
Dernière observation : janvier 2011

L'évolution des marchés financiers mondiaux

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux demeurent généralement favorables, malgré les inquiétudes accrues concernant les difficultés budgétaires et les secteurs bancaires vulnérables de certains pays européens. Les rendements des obligations d'Etat dans les grandes économies avancées ont augmenté depuis la parution du Rapport en octobre (Graphique 7), mais restent néanmoins peu élevés par rapport aux niveaux passés. L'accroissement des rendements semble refléter en grande partie les révisions à la hausse des attentes relatives à la croissance économique mondiale par suite de la publication de données économiques positives et, dans le cas des Etats-Unis, de l'annonce de nouvelles mesures de relance budgétaire.

L'accroissement des rendements semble refléter en grande partie les révisions à la hausse des attentes relatives à la croissance économique mondiale.

L'inflation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale

Note technique 2

La forte croissance de la Chine a joué un rôle important dans la reprise de l'économie mondiale. Pour le Canada en particulier, le dynamisme de l'activité en Chine a stimulé la demande d'exportations et soutenu les prix des matières premières. Selon de récentes données, l'économie chinoise pourrait néanmoins être menacée de surchauffe. La croissance plus vive que prévu et les tensions inflationnistes en Chine font peser tout à la fois, à brève échéance, un risque à la hausse sur les perspectives d'expansion de l'économie mondiale et l'évolution des cours des matières premières et, à plus long terme, un risque à la baisse.

De récents indicateurs témoignent d'une intensification prononcée des tensions inflationnistes en Chine. Les prix à la consommation augmentent régulièrement depuis quelques mois. Ainsi, en novembre dernier, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est établi à 5,1 %, son plus haut niveau en 28 mois. S'il est vrai que cette poussée s'explique en bonne partie par un renchérissement des aliments de plus de 11 %, il

reste que les prix de la composante non alimentaire se sont aussi orientés à la hausse¹. Les prix à la production et les salaires ont monté de façon marquée, tandis que la masse monétaire au sens large (M2) et les prêts dans leur ensemble ont nettement cru ces deux dernières années, au même titre que l'activité immobilière et les prix des propriétés². Résultat, les anticipations d'une hausse plus forte des prix se sont enracinées plus fermement³.

Les moyens déployés par la Chine pour juguler l'inflation sont largement influencés par sa politique de change. Le maintien d'une parité quasi fixe contraint la banque centrale à acheter les dollars E.-U. liés à l'exportation des échanges avec l'étranger, et à émettre en contrepartie des yuans. Pour compenser l'expansion

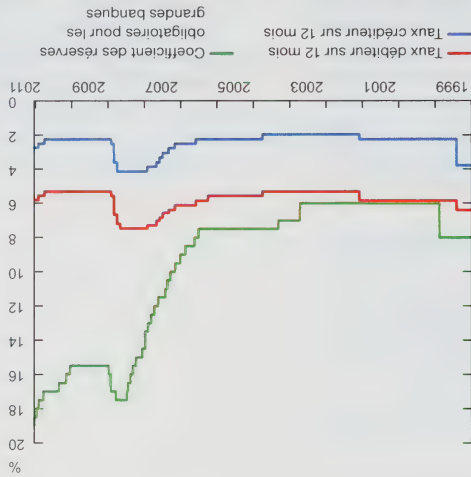
- 1 Les données relatives à la progression des prix des produits non alimentaires peuvent toutefois sous-estimer l'ampleur réelle de l'inflation, car les frais de logement dans le panier de l'IPC sont assortis d'un faible poids alors qu'ils augmentent plus vite que le taux d'inflation mesuré pour la composante non alimentaire.
- 2 L'indice des prix de revient des appartements, qui est assorti d'une pondération démographique établie à partir de statistiques portant sur 17 villes, montre que les prix de cette catégorie de logements ont grimpé de quelque 60 % depuis juillet 2009. L'indice est construit par l'ambassade du Canada en Chine à l'aide des données de la maison de courtage immobilier Soufun.
- 3 Plus de 60 % des répondants à l'enquête que la Banque populaire de Chine a menée au quatrième trimestre de 2010 après de 20 000 ménages répartis dans 50 villes s'attendaient à une montée des prix au trimestre suivant, alors que cette proportion était de 43 % au trimestre précédent.

(suite à la page suivante)

simultanée du volume de yuans en circulation, les autorités s'engagent en règle générale dans diverses opérations de stérilisation. Puisqu'un relèvement des taux d'intérêt aggraverait les pressions haussières sur le yuan et augmenterait en même temps le coût budgétaire des stérilisations, les autorités chinoises ont préféré élever le niveau des réserves obligatoires des banques, stériliser en émettant des obligations et recourir à d'autres mesures administratives pour contenir la croissance du crédit ainsi que les tensions inflationnistes (Graphique 2-A). Ces instruments n'ont pas permis une maîtrise complète de l'inflation. En outre, ils ont alourdi les coûts supportés par le secteur financier, car les établissements bancaires privés ont été forcés de placer une large part de leurs avoirs (environ 25 % au troisième trimestre de 2010) auprès de la banque centrale au lieu d'emprunteurs privés.

Graphique 2-A : Le coefficient des réserves obligatoires est le principal instrument de la politique monétaire chinoise

Données quotidiennes



Source : Banque populaire de Chine

L'évolution récente des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis : incidence sur le Canada

de 0,2 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012. Globalement, les mesures d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire mises en œuvre devraient faire augmenter le taux de croissance du PIB américain respectivement de 1,0 et de 0,3 point de pourcentage en 2011 et en 2012.

On s'attend à ce que le programme d'achats de titres de la Réserve fédérale ait des retombées légèrement positives sur la croissance au Canada, car l'impulsion provenant du regain d'activité à l'étranger et du renchérissement des produits de base devrait plus que compenser les effets modérateurs possibles d'une dépréciation du dollar E.-U. Le programme de relance budgétaire américain devrait aussi stimuler les exportations canadiennes vers les États-Unis, même si le fait qu'il vise surtout à revigorer la consommation en limitera l'incidence sur le Canada².

Toutes choses égales par ailleurs, la Banque estime que les deux trains de mesures adoptés devraient ajouter à la croissance du PIB canadien environ 0,2 et 0,1 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012.

2 Les exportations canadiennes étant principalement constituées de produits de base non énergétiques et de biens d'équipement, elles sont plus sensibles aux variations des dépenses d'investissement américaines qu'à celles des dépenses de consommation.

L'indice des prix mondiaux des produits de base de la Banque du Canada a augmenté de 14 % depuis la sortie du Rapport en octobre.

L'indice des prix mondiaux des produits de base de la Banque du Canada a augmenté de 14 % depuis la sortie du *Rapport* en octobre (**Graphique 6**), compte tenu principalement de la solidité de la demande, émanant surtout d'Asie, et peut-être aussi d'une certaine incidence des flux financiers sur les prix des produits de base. Les cours du gaz naturel se sont accrus de 26 % du fait de facteurs saisonniers mais, étant donné l'offre abondante, ils sont demeurés bien en deçà de leur moyenne des dernières années. Les prix du pétrole ont pour leur part augmenté d'environ 12 %, en raison de la demande mondiale plus élevée de pétrole brut et d'une baisse des stocks, alors que les prix des produits de base non énergétiques ont crû de près de 11 % depuis la publication du *Rapport* en octobre, étant donné les gains substantiels enregistrés par la plupart des composantes.

Tableau 1-A : Les conditions financières aux États-Unis se sont dans l'ensemble améliorées, les marchés anticipant, dès la fin d'août, les mesures supplémentaires d'assouplissement monétaire à venir

Variations	Niveau de l'open market du Comité de la Réserve fédérale (3 novembre)	Depuis la réunion de Jackson Hole (27 août)	Depuis le 31 juillet ^a
Indice S&P 500	1 293,2	+8,0 %	+21,5 %
Rendement des obligations du Trésor américain à dix ans	3,32 %	+75 points de base	+68 points de base
Écart de rendement relatif aux obligations de sociétés américaines de bonne qualité	163 points	-15 points de base	-28 points de base
Taux de change du dollar E.-U. pondéré en fonction du commerce extérieur ^b	99,73	+1,7 %	-3,4 %
Taux d'inflation États-Unis (sur 10 ans)	2,35 %	+19 points de base	+72 points de base

a. À la clôture des marchés le 14 janvier 2011, à l'exception du taux de change du dollar E.-U. calculé au 7 janvier 2011
b. La pondération de cet indice fait chaque année l'objet d'un nouveau calcul pour refléter les chiffres de la balance commerciale
c. Discours du président de la Réserve fédérale dans lequel Bernanke évoque la possibilité d'un nouvel assouplissement monétaire
d. Niveau antérieur à tout effet d'anticipation
Sources : Bloomberg, Réserve fédérale des États-Unis et Bank of America Merrill Lynch

L'évolution récente des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis : incidence sur le Canada

Note technique 1

D'importantes mesures de politique monétaire et budgétaire ont été annoncées aux États-Unis depuis qu'est parue la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

À l'issue de la réunion tenue par le Comité de l'open market le 3 novembre dernier, la Réserve fédérale a annoncé son intention d'acheter des titres du Trésor à hauteur de 600 milliards de dollars E.-U. et par tranches mensuelles d'environ 75 milliards¹. Cette décision largement attendue avait déjà été prise en compte dans la projection de la Banque présentée en octobre. Étant donné que d'autres facteurs ont aussi influé sur le rendement des titres du Trésor américain au cours de la période récente, il est difficile de quantifier l'ampleur de l'assouplissement supplémentaire pouvant en résulter (Tableau 1-A). Toutes choses égales par ailleurs, la Banque estime que la pression à la baisse sur le coût du crédit pour les consommateurs et les entreprises, la pression à la hausse sur le prix des actifs et la dépréciation du dollar américain se traduiront par une amélioration de la croissance

1 Le rythme et le montant final des achats pourraient être modifiés, selon l'évolution de la conjoncture. La Réserve fédérale entend continuer de réinvestir, dans des valeurs du Trésor à long terme, le produit du remboursement du principal des titres de dette et des titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales américaines. L'ensemble de ces mesures devrait se solder par des achats de titres du Trésor à long terme de l'ordre de 850 milliards à 900 milliards de dollars E.-U. d'ici la fin du deuxième trimestre de 2011.

du PIB aux États-Unis de 0,2 et de 0,1 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012. Aux mesures d'assouplissement monétaire annoncées en novembre s'est ajouté un nouveau programme de relance budgétaire. Prévu dans une loi promulguée le 17 décembre, ce train de mesures se chiffre à quelque 850 milliards de dollars E.-U. et comprend des allègements fiscaux pour les ménages, la prolongation des allocations aux chômeurs de longue date ainsi qu'un régime fiscal plus avantageux pour les investissements des entreprises. Le programme prévoit également la réduction, pour deux ans, des baisses d'impôt accordées sous la présidence de George W. Bush. L'ampleur de ces mesures avait été anticipée à peu près pour moitié au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Ce programme devrait soutenir les dépenses de consommation et contribuer de façon appréciable à l'expansion à court terme du PIB aux États-Unis. La Banque est d'avis qu'il en résultera un gain de croissance du PIB américain de 0,8 et

Au Japon, les données publiées depuis octobre montrent que la récession a été plus profonde, et la reprise en 2010, plus forte, de sorte que le niveau récent du PIB a été légèrement plus faible qu'on ne l'avait d'abord escompté. La croissance économique en 2010 a été favorisée par une demande extérieure élevée et des programmes de relance budgétaire destinés à stimuler la consommation. On estime toutefois que l'expansion a considérablement ralenti au quatrième trimestre, sous l'effet du retrait de certains stimulants budgétaires visant à soutenir les dépenses des ménages et de l'appréciation récente du yen. Le taux de croissance du PIB réel de la Chine, en glissement annuel, s'est établi à un peu moins de 10 % au second semestre de 2010. La demande intérieure est restée vive, alimentée par la progression robuste des dépenses d'investissement et de consommation, alors que l'activité dans le secteur du logement a continué de prendre de la vigueur, malgré les tentatives faites antérieurement pour la modérer. Dans un effort pour contrer les pressions inflationnistes à la hausse, les autorités chinoises ont resserré davantage la politique monétaire. Ce resserrissement s'est traduit par un relèvement des taux d'intérêt et par l'adoption de diverses mesures administratives (Note technique 2).

Les autorités américaines ont adopté de nouvelles mesures de relance.

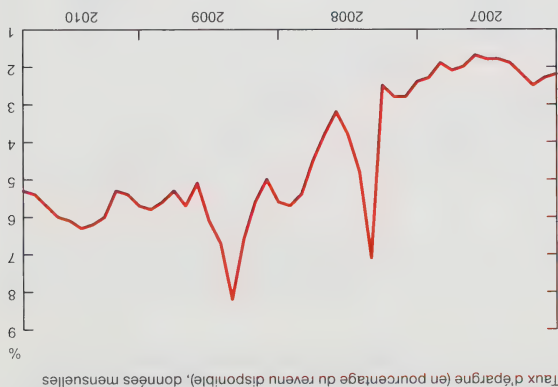
Vers la fin de l'année, les autorités américaines ont adopté de nouvelles mesures de relance, en raison de la faiblesse prononcée du marché du travail et du plancher historique atteint par l'inflation fondamentale aux États-Unis (*Note technique 1*). Comme on s'y attendait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre, la Réserve fédérale a annoncé une deuxième phase d'assouplissement quantitatif en novembre. En outre, le gouvernement américain a promulgué une loi en décembre prévoyant la mise en œuvre d'importants nouveaux stimulants budgétaires au cours des deux prochaines années.

Dans la zone euro, le PIB a crû de 1,4 % en termes réels au troisième trimestre de 2010, et les indicateurs disponibles font état d'une expansion assez robuste au quatrième trimestre, concentrée dans les pays du cœur de l'Europe, en particulier l'Allemagne. Dans les économies périphériques, toutefois, la croissance a été freinée par le resserrement budgétaire, les préoccupations accrues concernant la dette souveraine et le secteur bancaire, ainsi que par le manque de compétitivité.

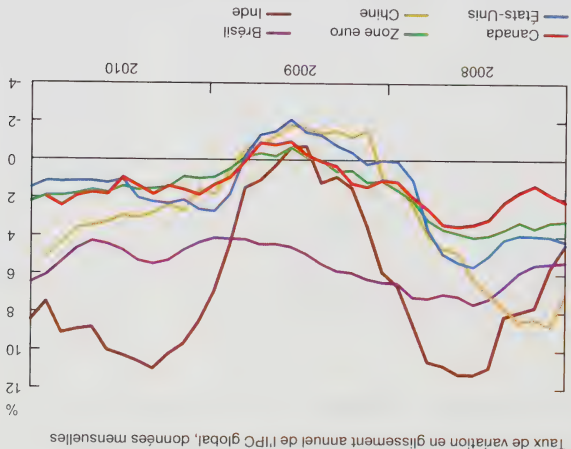
Graphique 5 : Le niveau élevé de logements inoccupés aux États-Unis continue de brider l'investissement résidentiel



Graphique 4 : Le taux d'épargne des ménages américains demeure à un niveau qui cadre avec une reconstitution graduelle de leur richesse



Graphique 3 : Les pressions inflationnistes restent limitées dans les grandes économies avancées mais s'intensifient dans bon nombre d'économies de marché émergentes



Nota : Les chiffres de l'inflation en Inde correspondent à l'indice des prix de gros.
Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des Etats-Unis, Eurostat, Banque populaire de Chine, Institut brésilien de géographie et de statistiques et Office of the Economic Adviser de l'Inde
Dernières observations : novembre et décembre 2010

depenses de consommation et d'une baisse notable, mais temporaire, des importations de pétrole. La vigueur de la consommation au quatrième trimestre a été alimentée par une poussée des dépenses en biens durables, en particulier les véhicules automobiles. Même si le taux d'épargne des ménages a légèrement reculé, il demeure néanmoins à un niveau compatible avec la reconstitution des bilans de ceux-ci à moyen terme (**Graphique 4**). Les conditions sur le marché américain du travail restent difficiles, du fait que le septième seulement des emplois perdus durant la récession ont été récupérés jusqu'à maintenant et que le taux de chômage de longue durée continue d'avoir des impacts négatifs sur les salaires.

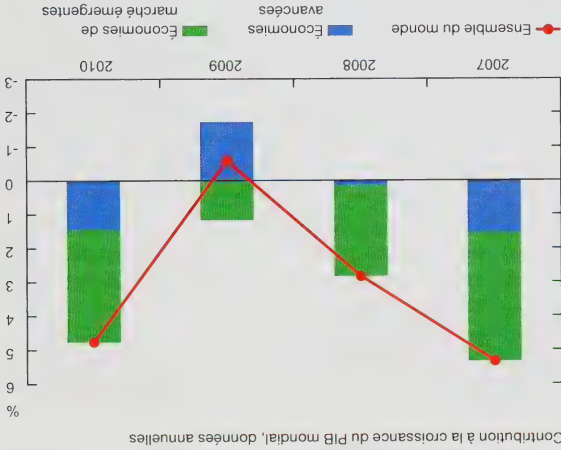
L'investissement résidentiel aux Etats-Unis s'est fortement replié au deuxième semestre de 2010, retardant la reprise attendue du secteur du logement. L'investissement reste bridé par un niveau élevé de logements inoccupés, le resserrement récent des normes d'octroi de prêts hypothécaires par les banques et le relèvement des taux de ces prêts (**Graphique 5**). La lenteur du processus de saisie immobilière découlant de vices de procédure risque aussi de retarder l'ajustement du marché de l'habitation.

Même si les investissements des entreprises dans la construction ont poursuivi leur baisse au troisième trimestre, les indicateurs récents donnent à penser qu'ils ont presque touché leur creux. Par contre, les investissements en équipement et en logiciels ont regagné la majeure partie du terrain perdu durant la récession, car les entreprises se sont employées à remplacer le capital qui s'était déprécié ainsi qu'à améliorer la productivité. Le rythme de progression des exportations s'est vivement accéléré au deuxième semestre de 2010, grâce à la demande vigoureuse dans les économies émergentes, la dépréciation du dollar E.-U. pendant la dernière année et les solides gains enregistrés au chapitre de la productivité.

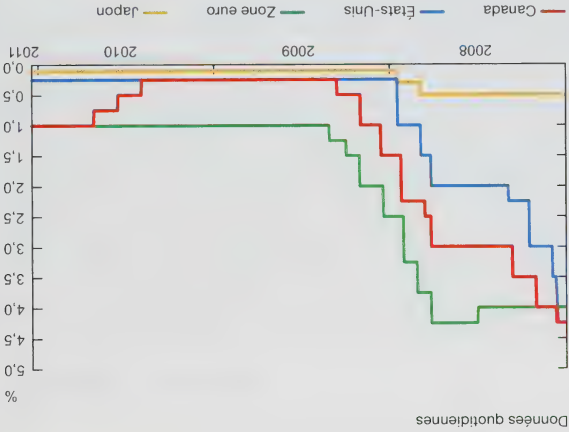
modérées (Graphique 3). Aux États-Unis, l'indice fondamental des prix à la consommation a touché des plateaux records depuis la publication du *Rapport* d'octobre. Par contre, les pressions inflationnistes s'intensifient dans de nombreuses économies émergentes en réaction à la demande excédentaire.

Le PIB américain a cru à un taux annualisé de 2,6 % en termes réels au troisième trimestre de 2010 et, selon les estimations, son rythme d'expansion aurait atteint 3,7 % au quatrième trimestre, du fait d'un redressement des

Graphique 1 : Les économies de marché émergentes continuent d'être le moteur



Graphique 2 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques dans la plupart des économies avancées



La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre. Aux États-Unis, la demande privée s'est raffermie et sera renforcée par les mesures de relance monétaire et budgétaire annoncées récemment. Le dynamisme dans les économies de marché émergentes a été favorisé par une augmentation marquée des dépenses de consommation et d'investissement et par la vigueur persistante des exportations. L'activité économique dans la zone euro a aussi été légèrement plus vive que prévu.

La reprise mondiale continue toutefois d'être entravée par certains défis notables. Les grandes forces que constituent les réductions des leviers d'endettement des ménages, des banques et des pays souverains continueront de modérer la croissance dans beaucoup d'économies avancées. L'assainissement des bilans en cours et la faiblesse du marché du travail freineront le redressement des dépenses des ménages aux États-Unis, alors que dans certains pays d'Europe, l'assainissement budgétaire plus énergique et de nouvelles craintes quant aux bilans des banques et à la viabilité des finances publiques devraient aussi limiter l'expansion. Bon nombre d'économies émergentes sont, pour leur part, aux prises avec une demande excédentaire et des pressions inflationnistes à la hausse. Les efforts qu'elles déploient pour contenir ces pressions sont compliqués dans certains cas par un manque de flexibilité des taux de change.

L'évolution récente

L'économie mondiale a maintenu son rythme d'expansion au deuxième semestre de 2010 et a affiché un dynamisme légèrement plus grand qu'au compté au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Aux États-Unis, malgré la faiblesse du marché du travail, l'activité économique a gagné en vigueur, à la faveur du redressement des dépenses de consommation et d'investissement. La croissance est également demeurée soutenue en Europe, en dépit des préoccupations accrues au sujet de la dette souveraine dans plusieurs pays périphériques. Au Japon, par contre, l'expansion a considérablement ralenti vers la fin de 2010, à la suite de l'élimination de certains programmes de soutien budgétaire. L'activité économique dans les économies émergentes, qui affichait de forts taux de croissance, a aussi commencé à fléchir vers la fin de 2010, sous l'influence du retrait graduel des mesures de relance budgétaire et monétaire. On attribue néanmoins à ces économies la majeure partie de la croissance mondiale (*Graphique 1*). Compte tenu des importantes capacités inutilisées, les taux directs des grandes économies avancées demeurent à des creux historiques ou près de ceux-ci (*Graphique 2*), et les pressions inflationnistes sous-jacentes sont

Aux États-Unis, malgré la faiblesse du marché du travail, l'activité économique a gagné en vigueur.

excédentaire dans l'économie se résorbe lentement. Les attentes d'inflation restent bien ancrées. L'inflation mesurée par l'IPC global est poussée temporairement à la hausse par les changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces, mais devrait converger vers la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.

Malgré l'amélioration des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques en matière d'inflation demeurent élevés. Il existe deux principaux risques à la hausse; ils concernent le renchérissement des produits de base et la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages.

Deux principaux risques à la baisse pèsent sur les perspectives d'inflation, qui ont trait à la compétitivité du Canada et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens soient plus faibles qu'anticipé.

De plus, les défis auxquels l'Europe est confrontée demeurent une source importante d'incertitude quant aux perspectives mondiales. Les problèmes liés à la dette souveraine et à la stabilité financière d'un certain nombre de pays nécessiteront une solution d'ensemble.

La Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection. Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 18 janvier 2011, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le taux officiel d'escompte demeure à 1 1/4 %, et le taux de rémunération des dépôts, à 3/4 %. Cette décision laisse en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire importante au Canada. Toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.

La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide que la Banque ne l'avait anticipé, même si les risques restent élevés. La demande intérieure privée aux États-Unis s'est raffermie et sera renforcée par les mesures de relance monétaire et budgétaire annoncées récemment. La croissance en Europe a aussi été légèrement plus vigoureuse qu'escompté. Les défis actuels posés par la situation financière des pays souverains et des banques ralentiront la reprise sur ce continent et constitueront une source considérable d'incertitude pour les perspectives de l'économie mondiale. Face à la surchauffe, certaines économies de marché émergentes ont commencé à mettre en place des mesures de politique plus restrictives. Le degré d'efficacité de celles-ci influera sur la trajectoire des cours des produits de base, lesquels ont nettement augmenté depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en octobre, en grande partie sous l'effet de la croissance plus solide à l'échelle du globe.

La reprise au Canada se déroule essentiellement comme prévu et est caractérisée par une période de croissance plus modeste et le début du rééquilibrage attendu de la demande. Le soutien apporté par les dépenses publiques devrait s'achever cette année, conformément aux plans budgétaires annoncés. On s'attend à ce que les lourds bilans des ménages freinent le rythme de progression des dépenses de consommation et de l'investissement résidentiel. En revanche, les investissements des entreprises devraient continuer à se redresser de façon notable, grâce aux conditions financières favorables et aux impératifs concurrentiels. La contribution des exportations nettes à la croissance devrait être plus prononcée à l'avenir, à la faveur du regain de l'activité aux États-Unis et de la hausse de la demande mondiale du produit de base. Toutefois, les effets cumulatifs de la vigueur persistante du dollar canadien et de la pîche tenue du Canada au chapitre de la productivité relative restreignent ce relèvement des exportations nettes et expliquent en partie l'aggravation du déficit de la balance courante de notre pays, qui se situe à son niveau le plus élevé en 20 ans.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie canadienne s'établira à 2,4 % en 2011 et à 2,8 % en 2012 — ce qui représente un profil d'évolution un peu plus solide qu'on ne l'entrevoyait en octobre. Vu la présence d'une offre excédentaire légèrement supérieure dans l'économie à court terme, la Banque continue de s'attendre à ce que l'économie renoue avec son plein potentiel à la fin de 2012. Les pressions sous-jacentes pesant sur les prix demeurent modestes, en raison de la marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter progressivement à 2 % d'ici la fin de 2012, étant donné que l'offre

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
L'évolution récente	3
L'évolution des marchés financiers mondiaux	10
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	12
L'économie canadienne	17
L'évolution récente	17
L'activité économique	17
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	21
L'inflation et la cible de 2 %	22
Les conditions financières au Canada	24
Le taux de change	26
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	26
L'offre et la demande globales	26
La projection en matière d'inflation	31
Les risques entourant les perspectives	35
Notes techniques	
L'évolution récente des politiques monétaire et budgétaire aux États Unis : incidence sur le Canada	7
L'inflation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale	9
La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada	19

Nous devons accroître notre compétitivité. Une reprise
suivant une récession exige une réallocation du capital et de
la main-d'œuvre. L'essor des investissements des entreprises
qui s'est amorcé l'été dernier ne peut être que le début.

— Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
13 décembre 2010
Toronto (Ontario)

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2011

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, TIFF MACKLEM, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE, JEAN BOIVIN ET AGATHE CÔTÉ.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

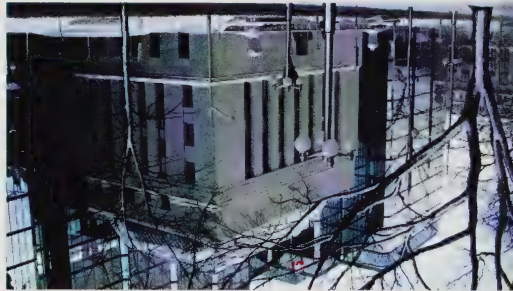
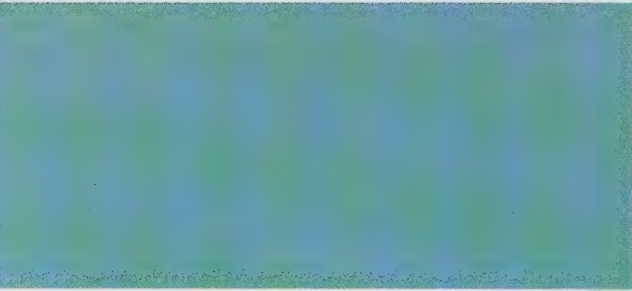
Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2011





BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CA1
FN 73
-M56



Monetary Policy Report Summary

January 2011

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 14 January 2011.

The global economic recovery is proceeding at a somewhat faster pace than the Bank had anticipated, although risks remain elevated. Private domestic demand in the United States has picked up and will be reinforced by recently announced monetary and fiscal stimulus. European growth has also been slightly stronger than anticipated. Ongoing challenges associated with sovereign and bank balance sheets will limit the pace of the European recovery and are a significant source of uncertainty to the global outlook. In response to overheating, some emerging markets have begun to implement more restrictive policy measures. Their effectiveness will influence the path of commodity prices, which have increased significantly since the October *Monetary Policy Report* (MPR), largely reflecting stronger global growth.

The recovery in Canada is proceeding broadly as anticipated, with a period of more modest growth and the beginning of the expected rebalancing of demand. The contribution of government spending is expected to wind down this year, consistent with announced fiscal plans. Stretched household balance sheets are expected to restrain the pace of consumption growth and residential investment. In contrast, business investment will likely continue to rebound strongly, owing to stimulative financial conditions and competitive imperatives. Net exports are projected to contribute more to growth going forward, supported by stronger U.S. activity and global demand for commodities. However, the cumulative effects of the persistent strength in the Canadian dollar and Canada's poor relative productivity performance are restraining this recovery in net exports

Highlights

- The global recovery is proceeding at a somewhat faster pace than previously anticipated.
- The Canadian economy is in a period of more modest growth, and the expected rebalancing of demand is beginning. Real GDP is projected to grow by 2.4 per cent in 2011 and 2.8 per cent in 2012.
- The Canadian economy is expected to return to full capacity and inflation to the 2 per cent target by the end of 2012.
- On 18 January 2011, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.
- The Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced.

and contributing to a widening of Canada's current account deficit to a 20-year high.

Overall, the Bank projects the economy will expand by 2.4 per cent in 2011 and 2.8 per cent in 2012—a slightly firmer profile than had been anticipated in October. With a little more excess supply in the near term, the Bank continues to expect that the economy will return to full capacity by the end of 2012.

Underlying pressures affecting prices remain subdued, reflecting the considerable slack in the

Canadian economy. Core inflation is projected to edge gradually up to 2 per cent by the end of 2012, as excess supply in the economy is slowly absorbed. Inflation expectations remain well anchored. Total CPI inflation is being boosted temporarily by the effects of provincial indirect taxes, but is expected to converge to the 2 per cent target by the end of 2012.

Despite improvements in the outlook for the global and Canadian economies, risks to inflation remain elevated. There are two main upside risks to inflation,

relating to higher commodity prices and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector.

There are two main downside risks to inflation, relating to Canadian competitiveness and the possibility of weaker-than-projected household expenditures in Canada.

In addition, challenges in Europe continue to be a significant source of uncertainty for the global outlook. A comprehensive solution to the sovereign debt

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b		
		2010	2011	2012
United States	20	2.9 (2.7)	3.3 (2.3)	3.2 (3.3)
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.5 (1.1)	1.5 (1.7)
Japan ^c	6	4.3 (2.9)	1.4 (1.3)	2.1 (2.3)
China	13	10.4 (10.3)	9.3 (9.0)	8.8 (8.9)
Rest of the world	46	5.7 (5.2)	4.0 (3.6)	3.8 (3.5)
World	100	5.0 (4.7)	4.0 (3.5)	3.9 (3.8)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.

Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2010 *Monetary Policy Report*.

c. Real GDP growth in Japan in 2010 was higher than was expected in the October *Report*, reflecting historical revisions to the national accounts data and stronger-than-projected growth in the third quarter.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada^a

	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	4.9 (4.9)	5.6 (5.8)	2.3 (2.0)	1.0 (1.6)	2.3 (2.6)	2.5 (2.6)	2.8 (2.3)	3.0 (2.3)	3.0 (2.6)	2.9 (2.7)	2.6 (2.8)	2.5 (2.8)	2.5 (2.8)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.1 (-1.1)	2.1 (2.2)	3.4 (3.4)	3.4 (3.6)	2.8 (3.0)	2.0 (2.2)	2.2 (2.3)	2.6 (2.4)	2.8 (2.4)	2.9 (2.5)	2.9 (2.6)	2.7 (2.7)	2.6 (2.8)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)	1.5 (1.6)	1.6 (1.6)	1.4 (1.5)	1.5 (1.6)	1.6 (1.7)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.8 (1.8)	2.3 (2.1)	2.2 (2.0)	2.3 (2.2)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.3 (1.3)	1.9 (1.7)	1.7 (1.5)	1.8 (1.7)	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	76 (76)	79 (79)	78 (78)	76 (76)	85 (82)	91 (84)	93 (86)	95 (87)	95 (87)	95 (88)	95 (88)	95 (88)	95 (89)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 January 2011

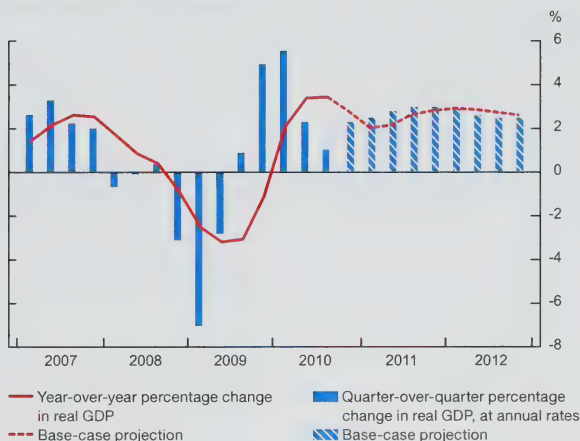
and financial stability issues in a number of countries will be required.

The Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 18 January 2011 the Bank decided to maintain the target for the overnight

rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of significant excess supply in Canada. Any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

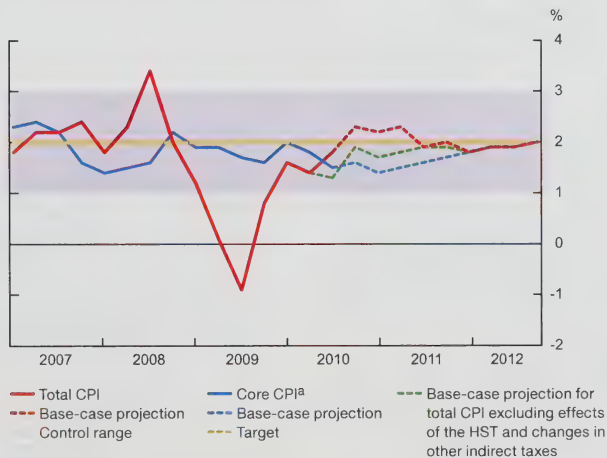
Real GDP is expected to grow at a rate consistent with the gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>.

Monetary Policy Report (quarterly: January, April, July and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (quarterly: January, April, July and October)

Senior Loan Officer Survey (quarterly: January, April, July and October)*

Speeches and Statements by the Governor*

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information
Annual Report**

A History of the Canadian Dollar

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

* Available only on the Bank's website

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October. Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca; website: <www.bankofcanada.ca>

ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

aux impôts indirects perçus par les provinces, mais devrait converger vers la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.

Malgré l'amélioration des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques en matière d'inflation demeurent élevés. Il existe deux principaux risques à la hausse; ils concernent le renchérissement des produits de base et la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages.

Deux principaux risques à la baisse pèsent sur les perspectives d'inflation, qui ont trait à la compétitivité du Canada et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens soient plus faibles qu'anticipé.

De plus, les défis auxquels l'Europe est confrontée demeurent une source importante d'incertitude quant aux perspectives mondiales. Les problèmes liés à la

dette souveraine et à la stabilité financière d'un certain nombre de pays nécessiteront une solution d'ensemble.

La Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection. Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 18 janvier 2011, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le taux officiel d'escompte demeure à 1 1/4 %, et le taux de rémunération des dépôts, à 3/4 %. Cette décision laisse en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire importante au Canada. Toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Rapport sur la politique monétaire. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier. Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada. Paraît chaque trimestre.

(Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur*.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*. Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. Paraît tous les vendredis.

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell

Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes en sus.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

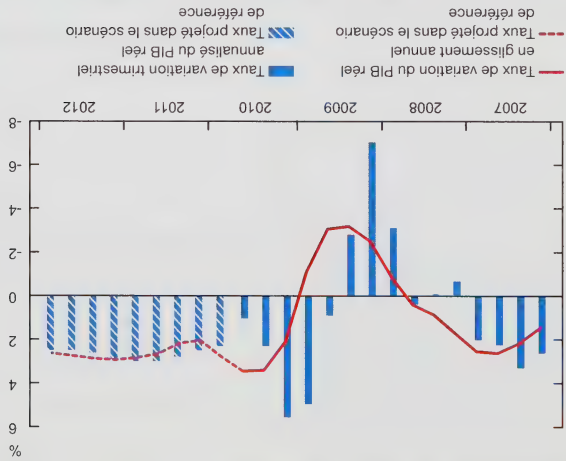
Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca
ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)

considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter progressivement à 2 % d'ici la fin de 2012, étant donné que l'offre

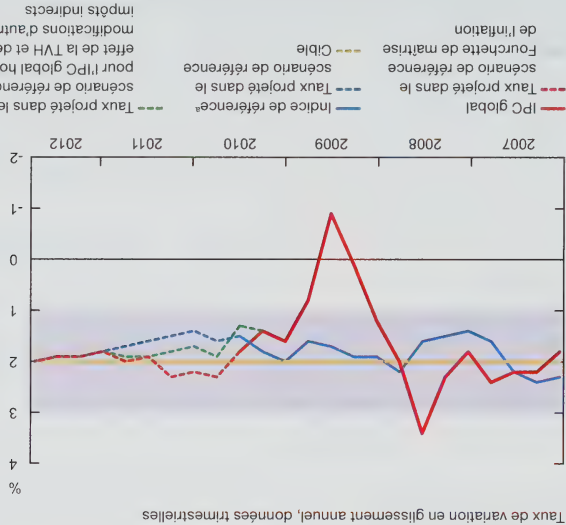
excédentaire dans l'économie se résorbe lentement. Les attentes d'inflation restent bien ancrées. L'inflation mesurée par l'IPC global est poussée temporairement à la hausse par les changements apportés

Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Le taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % au cours de la période de projection



Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 14 janvier 2011.

WTI ^a (niveau) glissement annuel	76	79	78	76	82	84	91	93	87	95	87	95	88	95	88	95
	(76)	(79)	(78)	(76)	(82)	(84)	(91)	(93)	(87)	(95)	(87)	(95)	(88)	(95)	(88)	(95)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,6	1,4	1,3	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,6	1,4	1,8	2,3	2,2	2,3	2,3	1,9	2,0	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,1	2,1	3,4	3,4	2,8	2,0	2,2	2,6	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,7	2,7	2,6
PIB réel (taux de variation trimestrielle annualisée)	4,9	5,6	2,3	1,0	2,3	2,5	2,8	3,0	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
	2009	2010			2011			2012								

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

Source : Banque du Canada

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2009.
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.
c. En 2010, la hausse du PIB réel japonais a dépassé les attentes exposées dans le *Rapport* d'octobre, sous l'effet des modifications apportées aux séries chronologiques des comptes nationaux et d'une croissance plus forte que prévu au troisième trimestre.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2010

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	2010	2011	2012
Etats-Unis	20	2,9 (2,7)	3,2 (3,3)
Zone euro	15	1,7 (1,7)	1,5 (1,7)
Japon ^b	6	4,3 (2,9)	2,1 (2,3)
Chine	13	10,4 (10,3)	9,3 (9,0)
Autres pays	46	5,7 (5,2)	4,0 (3,6)
Ensemble du monde	100	5,0 (4,7)	4,0 (3,5)
Croissance projetée ^c (en pourcentage)			

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

exportations nettes et expliquent en partie l'aggravation du déficit de la balance courante de notre pays, qui se situe à son niveau le plus élevé en 20 ans. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie canadienne s'établira à 2,4 % en 2011 et à 2,8 % en 2012 — ce qui représente un profil d'évolution un peu plus solide qu'on ne s'attendait. Les pressions sous-jacentes pesant sur les prix demeurent modestes, en raison de la marge fin de 2012. L'économie renoue avec son plein potentiel à la fin de 2012. L'entrevoiyait en octobre. Vu la présence d'une offre excédentaire légèrement supérieure dans l'économie à court terme, la Banque continue de s'attendre à ce que l'économie renoue avec son plein potentiel à la fin de 2012.

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2011

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données reçues au 14 janvier 2011.

La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide que la Banque ne l'avait anticipé, même si les risques restent élevés. La

demande intérieure privée aux États-Unis s'est raffermie et sera renforcée par les mesures de relance monétaire et budgétaire annoncées récemment. La croissance en Europe a aussi été légèrement plus vigoureuse qu'escompté. Les défis actuels posés par

la situation financière des pays souverains et des banques ralentiront la reprise sur ce continent et constitueront une source considérable d'incertitude pour les perspectives de l'économie mondiale. Face à la sur-

chauffe, certaines économies de marché émergentes ont commencé à mettre en place des mesures de politique plus restrictives. Le degré d'efficacité de

celles-ci influera sur la trajectoire des cours des produits de base, lesquels ont nettement augmenté depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en octobre, en grande partie sous l'effet de la

croissance plus solide à l'échelle du globe. La reprise au Canada se déroule essentiellement comme prévu et est caractérisée par une période de croissance plus modeste et le début du rééquilibrage

attendu de la demande. Le soutien apporté par les dépenses publiques devrait s'achever cette année, conformément aux plans budgétaires annoncés. On s'attend à ce que les jours bilans des ménages freinent le rythme de progression des dépenses de consommation et de l'investissement résidentiel. En

revanche, les investissements des entreprises devraient continuer à se redresser de façon notable, grâce aux conditions financières favorables et aux

tatements nettes à la croissance devrait être plus impératifs concurrentiels. La contribution des exportations nettes à la croissance devrait être plus

Faits saillants

- La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide qu'anticipé précédemment.
- L'économie canadienne connaît une période de croissance plus modeste, et le rééquilibrage attendu de la demande s'amorce. Le PIB réel devrait progresser de 2,4 % en 2011 et de 2,8 % en 2012.
- On prévoit que l'économie canadienne renouera avec son plein potentiel et que l'inflation retournera à la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.
- Le 18 janvier 2011, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.
- La Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

prononcée à l'avenir, à la faveur du regain de l'activité aux États-Unis et de la hausse de la demande mondiale de produits de base. Toutefois, les effets cumulatifs de la vigueur persistante du dollar canadien et de la piètre tenue du Canada au chapitre de la productivité relative restreignent ce relèvement des



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Government
Publications

CA1
FN 73
- M56

Monetary Policy Report

April 2011



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



Monetary Policy Report

April 2011

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

. . . large and persistent changes in relative prices will encourage substantial structural adjustment in all of our economies. . . . Adjustment is inevitable—and it will be substantial. In general, such changes should not be frustrated, but rather facilitated by policies that enhance economic flexibility. . . . all countries need to maintain price stability in an environment where G-3 monetary policy cannot be expected to lead the global cycle.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
26 March 2011
Calgary, Alberta*

Contents

Overview	1
-----------------------	---

The Global Economy	3
---------------------------------	---

Recent Developments	3
---------------------------	---

Developments in Global Financial Markets	9
--	---

Outlook for the Global Economy	11
--------------------------------------	----

The Canadian Economy	15
-----------------------------------	----

Recent Developments	15
---------------------------	----

Economic Activity	15
-------------------------	----

Estimated Pressures on Capacity	19
---------------------------------------	----

Inflation and the 2 Per Cent Target	21
---	----

Canadian Financial Conditions	22
-------------------------------------	----

Exchange Rate	24
---------------------	----

Outlook for the Canadian Economy	25
---	----

Aggregate Demand and Supply	25
-----------------------------------	----

The Projection for Inflation	29
------------------------------------	----

Risks to the Outlook	33
-----------------------------------	----

Technical Boxes

The Earthquake in Japan	6
-------------------------------	---

The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy	17
---	----

Overview

As anticipated in January, the global economic recovery is becoming more firmly entrenched and is expected to continue at a steady pace. In the United States, growth is solidifying, although consolidation of household and ultimately government balance sheets will limit the pace of the expansion. European growth has strengthened, despite ongoing sovereign debt and banking challenges in the periphery. The disasters that struck Japan in March will severely affect its economic activity in the first half of this year and create short-term disruptions to supply chains in advanced economies. Robust demand from emerging-market economies is driving the underlying strength in commodity prices, which is being further reinforced by supply shocks arising from recent geopolitical events. These price increases, combined with persistent excess demand conditions in major emerging-market economies, are contributing to the emergence of broader global inflationary pressures. Despite the significant challenges that weigh on the global outlook, global financial conditions remain very stimulative and investors have become noticeably less risk averse.

Although recent economic activity in Canada has been stronger than the Bank had anticipated, the profile is largely consistent with the underlying dynamics outlined in January. Aggregate demand is rebalancing toward business investment and net exports, and away from government and household expenditures. As in January, the Bank expects business investment to continue to rise rapidly and the growth of consumer spending to evolve broadly in line with that of personal disposable income, although higher terms of trade and wealth are likely to support a slightly stronger profile for household expenditures than previously projected. In contrast, the improvement in net exports is expected to be further restrained by ongoing competitiveness challenges, which have been reinforced by the recent strength of the Canadian dollar.

Overall, the Bank projects that the economy will expand by 2.9 per cent in 2011 and 2.6 per cent in 2012. Growth in 2013 is expected to equal that of potential output, at 2.1 per cent. The Bank expects that the economy will return to capacity in the middle of 2012, two quarters earlier than had been projected in January.

While underlying inflation is subdued, a number of temporary factors will boost total CPI inflation to around 3 per cent in the second quarter of 2011 before total CPI inflation converges to the 2 per cent target by the middle of 2012. This short-term volatility reflects the impact of recent sharp increases in energy prices and the ongoing boost from changes in provincial indirect taxes. Core inflation has fallen further in recent months, in part due to temporary factors. It is expected to rise gradually to 2 per cent by the middle of

This report includes data received up to 8 April 2011.

2012 as excess supply in the economy is slowly absorbed, labour compensation growth stays modest, productivity recovers and inflation expectations remain well-anchored.

The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy, putting additional downward pressure on inflation through weaker-than-expected net exports and larger declines in import prices.

Although the global economic recovery is expected to continue at a steady pace, global risks remain elevated. The two main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-projected commodity prices and global inflation, and increased momentum in Canadian household spending. The two main downside risks to inflation relate to headwinds from the persistent strength in the Canadian dollar and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 12 April 2011 the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of material excess supply in Canada. Any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

The Global Economy

The global economic recovery is becoming more firmly entrenched and is evolving broadly in line with the Bank's projection in the January *Monetary Policy Report*. In advanced economies, the hand-off from public to private demand is proceeding gradually, while growth in emerging-market countries remains vigorous. Commodity prices have surged since the autumn in response to strong demand, especially from emerging Asia, and have been boosted further more recently by a series of supply disruptions and geopolitical events. Increasing prices for food and energy, combined with persistent excess demand conditions, are exacerbating already elevated inflationary pressures in several emerging-market economies.

The global economic recovery is becoming more firmly entrenched

Global financial conditions have remained very stimulative, and investors have become noticeably less risk averse, despite the significant challenges that weigh on the global economic outlook. Ongoing efforts to repair household, bank and sovereign balance sheets continue to dampen growth in many advanced economies, and rising commodity prices are leading to higher headline inflation at a time when the recovery still requires considerable policy support. While core European economies have performed somewhat better than expected, some peripheral countries are facing severe banking and sovereign vulnerabilities that could have broader spillover effects within Europe. Geopolitical tensions in North Africa and the Middle East and the evolving situation in Japan following the devastating earthquake on 11 March are also contributing to global uncertainty.

Commodity prices have surged since the autumn in response to strong demand, especially from emerging Asia

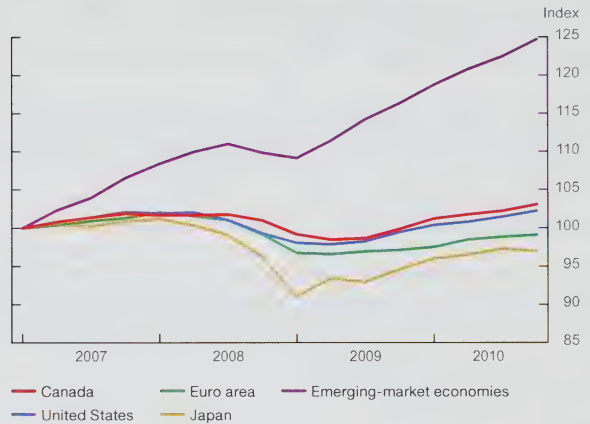
Recent Developments

Developments since the January *Report* point to firming demand in the major advanced economies and continued robust growth in emerging-market countries. In the United States, real GDP has exceeded its pre-crisis level, supported by continued fiscal and monetary stimulus. Activity has also strengthened in the euro area. In Japan, economic indicators were relatively solid before the Tohoku earthquake caused major destruction and disruptions to the economy. Emerging-market economies remain the main drivers of global economic growth (**Chart 1**).

Real GDP in the United States increased by 3.1 per cent in the fourth quarter of 2010. This result was weaker than anticipated in the January *Report*, owing to a substantially smaller contribution from inventories. Growth in real GDP appears to have decelerated in the first quarter, mainly as a result of weaker consumption growth. Despite recent improvements in the labour market, the level of employment is far below its previous peak, and long-term joblessness is at historically high levels (**Chart 2**).

Chart 1: Emerging-market economies continue to drive global economic growth

Real GDP, 2007Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japan Statistics Bureau and International Monetary Fund

Last observation: 2010Q4

U.S. consumption has been underpinned by fiscal stimulus and more favourable financial positions

Since the beginning of the year, U.S. consumption has been underpinned by fiscal stimulus and more favourable financial positions. Household borrowing conditions have improved, debt-servicing costs have declined and higher equity prices have provided support to household wealth (**Chart 3**). Savings rates have remained elevated, consistent with the need for further deleveraging and balance-sheet repair.

The U.S. housing market is acutely challenged. Housing demand remains very weak, constrained by soft labour market conditions and elevated uncertainty about future real estate values. Non-residential construction has also been soft.

Growth in U.S. economic activity has been supported by continued solid growth in investment in machinery and equipment and a rebound in exports. Investment in equipment and software has been underpinned by strong corporate balance sheets and improved market financing conditions, while the strength in exports has been driven by the recovery in global demand, a depreciation of the U.S. dollar and strong productivity growth.

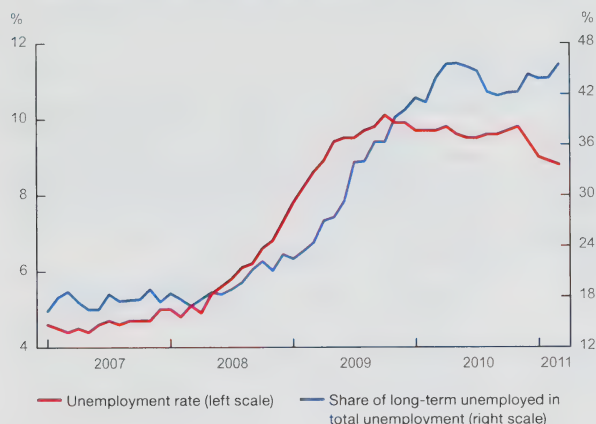
Economic fundamentals in the peripheral economies of the euro area remain much weaker than in the core countries

In the euro area, real GDP grew modestly in the fourth quarter of 2010 as bad weather disrupted activities in the construction sector. Indicators for the first quarter point to a rebound in growth, especially in the core economies, as a result of stronger domestic demand and continued solid increases in exports. Economic fundamentals in the peripheral economies remain much weaker than in the core countries, reflecting the increased drag from fiscal austerity measures and ongoing concerns about sovereign debt levels and bank balance sheets. In Germany, the unemployment rate stands at its lowest level in the past two decades, while unemployment rates in Spain and Greece are at, or near, record highs.

Real GDP in Japan declined in the fourth quarter of 2010, reflecting in part the expiration of tax incentives. Growth had resumed in the first two months of 2011, before the disruptions caused by recent events led to severe output losses that will persist in coming quarters (**Technical Box 1**).

Chart 2: Long-term joblessness remains elevated in the United States

Monthly data



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

Last observation: March 2011

Chart 3: The U.S. household financial position has improved

Relative to disposable income, quarterly data



Source: U.S. Federal Reserve Board

Last observation: 2010Q4

Economic growth in China has continued to surprise on the upside, and there are signs of overheating. Inflationary pressures are rising, real estate investment is exceptionally strong, and concerns over elevated property prices and excessive liquidity are mounting. Authorities have taken additional measures over the past three months in an effort to suppress these price pressures. They have raised the reserve requirement ratio for financial institutions by a total of 100 basis points, bringing it to 20 per cent for large institutions, and have increased the benchmark one-year deposit rate by 50 basis points to 3.25 per cent.¹ However, with inflation close to 5 per cent on a year-over-year basis, real interest rates in China are still negative. Credit is growing by close to 20 per cent on a year-over-year basis.

Economic growth in China has continued to surprise on the upside

¹ At the end of January, authorities in China also announced a third round of tightening measures aimed at the property sector.

The Earthquake in Japan

The earthquake that occurred off the northeastern coast of Japan on 11 March 2011 triggered a tsunami that killed or severely injured thousands of people and caused unprecedented damage to housing and infrastructure. In addition, utility outages, transportation disruptions and radiation leaks at the Fukushima Daiichi nuclear power plant have had a massive impact on the regional economy, with significant repercussions for the rest of the country.

Current estimates suggest that the physical damage could be equivalent to between 4 and 6 per cent of Japan's GDP. Much more difficult to gauge, however, is the potential magnitude of the second-round economic effects. Several uncertainties persist. First, the loss of the capacity to generate electricity has led to rolling blackouts across the country. Estimates suggest that it may be several months before the energy supply can be fully restored, with adverse consequences for industrial producers and households. Second, some plants in the earthquake-affected region produce specialized components, such as auto parts, electronics or telecommunications equipment. Without viable alternative sources of supply, the tight integration of global supply chains implies that production or sales in other countries may be negatively affected. Third, the situation at the nuclear power plant remains precarious.

The Bank of Japan injected substantial liquidity into the financial system to support its functioning following the earthquake, and announced additional monetary easing measures totalling 22 trillion yen, roughly equivalent to 5 per cent of Japan's GDP. New fiscal initiatives will stimulate the economy and provide funds

for reconstruction. In addition, in response to disorderly movements in the yen, excess volatility, and potential adverse implications for economic and financial stability, the G-7 countries jointly intervened in the foreign exchange market on 18 March at the request of the Japanese authorities. Financial conditions have since stabilized.

The disaster in Japan affects other economies through trade and financial linkages, as well as commodity prices. The Japanese economy is the world's third largest.¹ Since the earthquake, there have been supply disruptions for auto manufacturers in Canada and elsewhere, resulting in reduced production and hours worked at assembly plants.² This is projected to reduce the growth in the Canadian economy in the second quarter by about half a percentage point, with that lost activity likely to be recovered in subsequent quarters (**Table 3**). Looking ahead, once reconstruction efforts begin, they will boost Japanese growth and global demand for commodities. This assessment suggests a relatively moderate impact on the global economy for the year as a whole.

Considerable uncertainties remain, however. Disruptions to global supply chains could be more severe than initial assessments suggest, if power outages persist or delays in repairing Japan's damaged infrastructure affect global trade flows. The Bank will closely monitor the situation in the coming months.

1 Japan's weighting is about 6 per cent of the global economy.

2 For example, on 30 March, Honda announced that it will reduce its Canadian auto production from about 700 units per day to 300 units, owing to a shortage of parts from Japan.

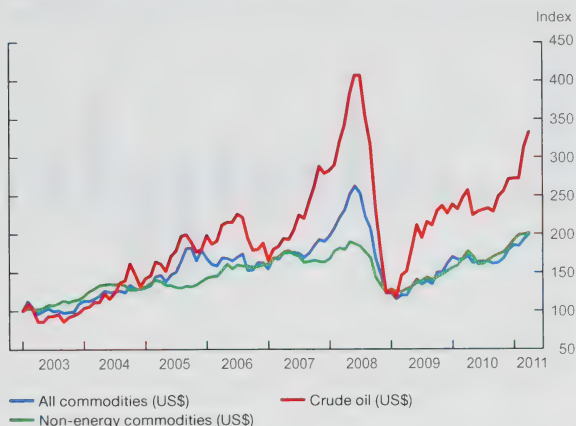
Prices for 18 of the 23 main components of the Bank of Canada's commodity price index are above their real long-term averages

Global commodity prices are elevated, driven by strong demand and a series of supply shocks (**Chart 4**). Prices for 18 of the 23 main components of the Bank of Canada's commodity price index (BCPI) are above their real long-term averages. Crude oil prices have surged in response to the unrest in North Africa and the Middle East, and prices for many non-energy commodities have reached record highs. Much of the increased demand for energy in recent years has come from emerging-market economies, principally those in Asia (**Chart 5** and **Chart 6**). Agricultural prices have also been boosted by strong demand from emerging Asia and, more recently, by adverse weather conditions, pushing them to new record highs. Metals prices are also hovering near record highs, supported by robust demand from China and a shortage of global mining capacity.²

2 The prices of some commodities produced in Canada have not increased as sharply. Prices for natural gas, which are determined in the regional North American market rather than in the global market, have fallen by about 10 per cent since the January *Report*, partly reversing the temporary sharp increase of the prior few months that had been caused by unseasonably cold weather.

Chart 4: Global commodity prices are elevated

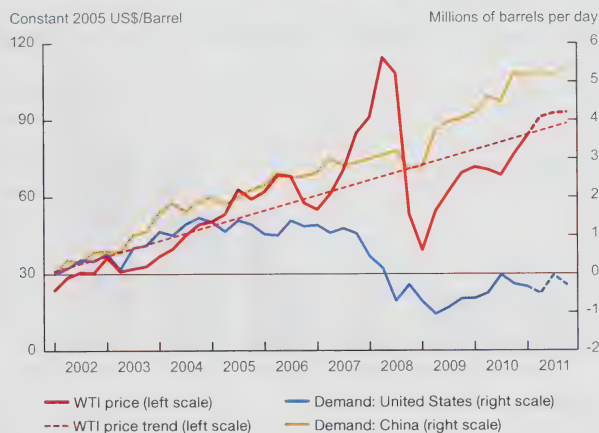
Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values in April 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 8 April 2011.
Source: Bank of Canada Last observation: April 2011

Chart 5: Demand from China is having a strong impact on oil prices

Cumulative marginal oil demand since 2002, quarterly data



Sources: International Energy Agency, International Monetary Fund and the U.S. Bureau of Economic Analysis

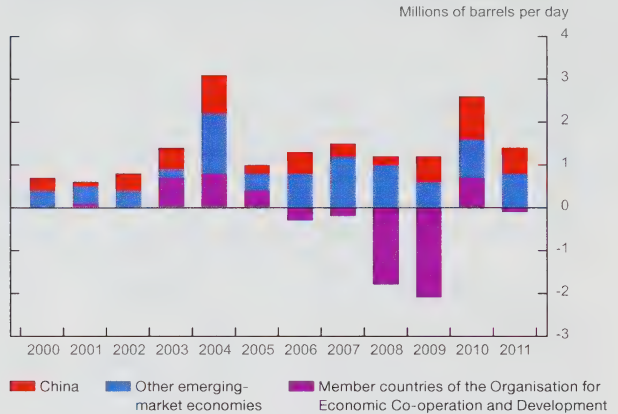
The rise in commodity prices has pushed up total inflation in both advanced and emerging-market economies (**Chart 7**). These effects are expected to persist in 2011. Inflationary pressures are building particularly rapidly in emerging-market economies, reflecting the large share of food items in their CPI basket, their energy-intensive production processes and excess demand conditions more generally.³ While policy-makers in many emerging-market economies have responded by raising interest rates and applying other restrictive measures, monetary policy in many of these countries

Inflationary pressures are building particularly rapidly in emerging-market economies

³ The share of food items in the CPI basket is 17 per cent in Canada, 14 per cent in the United States, 23 per cent in the euro area, 30 per cent in Mexico, 32 per cent in China and 38 per cent in Russia.

Chart 6: Emerging-market economies are driving growth in global oil demand

Marginal contributions to growth in global oil demand, annual data

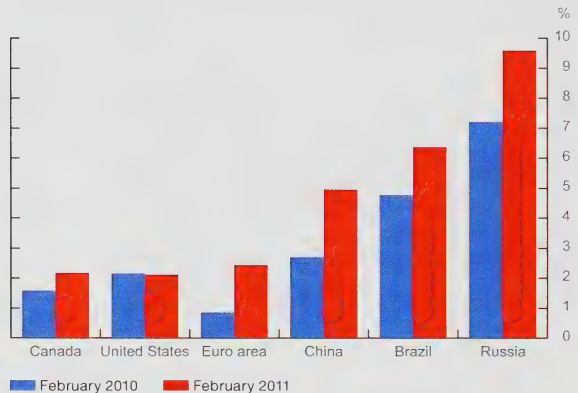


Note: Data for 2011 comprise International Energy Agency forecasts. Members of the Organisation for Economic Co-operation and Development are advanced countries.

Source: International Energy Agency

Chart 7: Rising commodity prices are putting upward pressure on headline inflation

Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, the People's Bank of China, Brazilian Institute of Geography and Statistics and Russian Federal State Statistics Service (formerly Goskomstat)

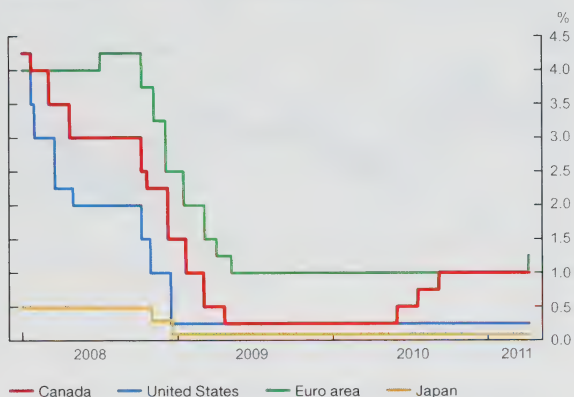
Last observation: February 2011

Monetary policy in many emerging-market economies remains very accommodative

remains very accommodative. In most advanced economies, policy rates have stayed at or near historic lows as a result of excess supply conditions and subdued underlying inflation pressures (**Chart 8**). However, owing to the effects of increasing commodity prices, policy-makers in some advanced countries now face the challenge of rising headline inflation at a time when unemployment rates remain high and excess capacity persists.

Chart 8: Policy rates remain at or near historic lows in most advanced economies

Daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 8 April 2011

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets continue to be very stimulative, although volatility has risen recently. Government bond yields in major advanced economies are little changed from their levels at the time of the *January Report* and remain very low by historical standards (**Chart 9**). Concerns over the potential effects of growing tensions in North Africa and the Middle East and the impact of the earthquake and nuclear crisis in Japan have been counterbalanced by increased optimism about the outlook for global growth and rising investor confidence. Worries nevertheless persist about the high debt levels of some European sovereigns and the state of their banking sectors. There is increased differentiation in European debt markets, with some borrowers effectively shut out (**Chart 10**). To date, there has been little spillover into other European countries.

Corporate credit markets in advanced economies continue to experience strong demand, with credit spreads narrowing further and corporate bond issuance reaching new highs. Interest rates on high-yield corporate debt issued in U.S. dollars are currently at an all-time low, reflecting robust demand and an increased appetite for risk (**Chart 11**). Equity prices have also risen in advanced economies since the *January Report*, in some cases breaching previous peaks, but are basically unchanged in emerging-market countries.

Many emerging-market economies have experienced strong upward pressure on their currencies, reflecting both their strong economic performance and their positive interest rate differentials with respect to advanced countries. The required adjustment in real exchange rates is being delayed, however, through increased use of intervention and capital controls.

Conditions in global financial markets continue to be very stimulative

Chart 9: Yields on government bonds in major advanced economies are little changed since the January Report

Yields on 10-year government bonds, daily data

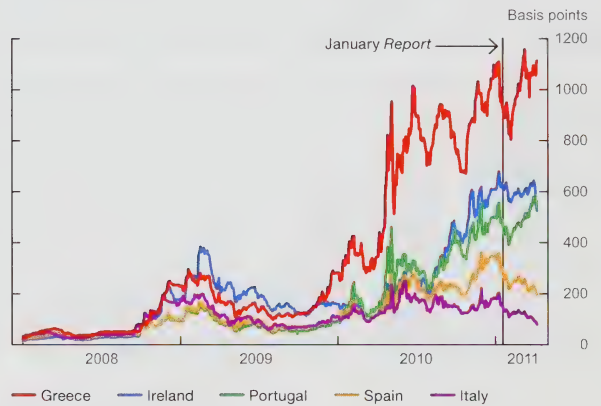


Source: Bloomberg

Last observation: 8 April 2011

Chart 10: Markets are increasingly differentiating between European sovereign credits

Spreads on 5-year sovereign credit default swaps, daily data

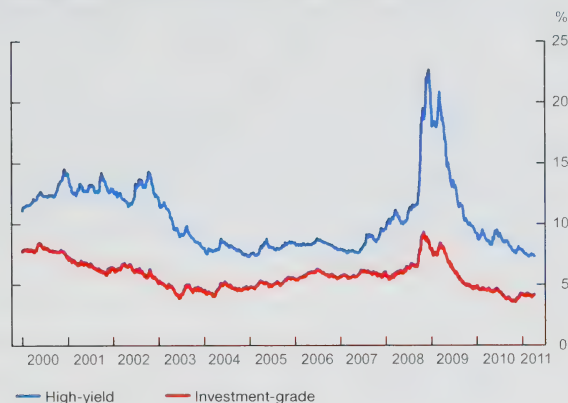


Source: Markit

Last observation: 8 April 2011

Chart 11: Yields on corporate debt are at historically low levels, reflecting continued strong investor demand

Yields on corporate debt issued in U.S. dollars, daily data



Source: Bank of America Merrill Lynch

Last observation: 8 April 2011

Outlook for the Global Economy

The global economic recovery is projected to proceed at a steady pace over 2011–13, largely as expected in the *January Report* (**Table 1**).⁴ Growth in private domestic demand in advanced economies is expected to broaden over the projection horizon. Robust demand from emerging-market economies is driving the underlying strength in commodity prices, which is being further reinforced by supply shocks arising from recent geopolitical events. These price increases, combined with persistent excess demand conditions in major emerging-market economies, are contributing to the emergence of broader global inflationary pressures.

U.S. real GDP is expected to grow by roughly 3 per cent through 2013, a marginally lower profile for growth than in the *January Report*. A gradual strengthening and broadening of private demand is expected to support the U.S. economic expansion over the projection horizon. Higher energy prices are projected to slightly reduce the pace of household expenditure growth. Fiscal policy will continue to be an important driver of growth in 2011, but will become a net drag in 2012 as fiscal consolidation takes hold.

Gradually improving conditions in labour markets are expected to sustain the growth of U.S. consumption over the projection horizon, in spite of the dampening effects of higher oil prices and the ongoing rebuilding of household balance sheets. Temporary tax reductions that were announced late last year will also provide a significant boost to consumption in 2011.

Business investment in equipment and software is projected to grow solidly through 2013, driven by the low cost of capital, firms' healthy balance sheets and the overall improvement in economic conditions. In contrast, only a modest recovery in the construction of new homes and non-residential structures is anticipated over the projection horizon.

The global economic recovery is projected to proceed at a steady pace over 2011–13

U.S. real GDP is expected to grow by roughly 3 per cent through 2013

⁴ As is customary in the April issue of the *Monetary Policy Report*, the projection horizon has been extended by one year, in this case to 2013.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2010	2011	2012	2013
United States	20	2.9 (2.9)	3.0 (3.3)	3.2 (3.2)	3.3
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.8 (1.5)	1.7 (1.5)	2.3
Japan ^c	6	4.0 (4.3)	0.8 (1.4)	2.6 (2.1)	2.5
China	13	10.3 (10.4)	9.3 (9.3)	8.6 (8.8)	8.1
Rest of the world	46	5.5 (5.7)	4.3 (4.0)	3.8 (3.8)	3.6
World	100	4.9 (5.0)	4.1 (4.0)	3.9 (3.9)	3.9

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009. Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the January 2011 *Monetary Policy Report*. Source: Bank of Canada

c. Owing to historical revisions to the first three quarters of 2010, the growth rate of GDP in Japan for that year is lower than projected in the January *Report*.

Along with the sustained recovery in private demand, net exports are expected to provide increasing support to U.S. economic growth over the projection horizon, owing to strong external demand for U.S. goods and services.

In the euro area, real GDP is expected to increase by about 1.8 per cent on an average annual basis through 2011–12. Growth in domestic demand will be constrained by the effects of fiscal consolidation, lingering concerns about public finances in the peripheral countries and higher oil prices. However, net exports are projected to contribute significantly to growth in economic activity, supported by robust demand in China and other trading partners. In 2013, real GDP growth is expected to rise to 2.3 per cent as the important drag from fiscal austerity measures starts to fade.

Growth is projected to slow markedly in Japan in 2011, reflecting the unwinding of fiscal incentives, the earlier appreciation of the yen and the drop in output stemming from the damage caused by the earthquake. Growth in the Japanese economy in 2011 has been reduced to 0.8 per cent in the Bank's latest projection. Over 2012–13, growth is expected to recover, owing to reconstruction activity, as well as a gradual strengthening in private demand, supported by improving labour market conditions.

In China, further monetary and credit tightening and higher commodity prices are projected to moderate growth over 2011–13. A modest rotation of domestic demand toward consumption and away from investment is anticipated, facilitated by the introduction of new structural policy measures that should lessen the need for precautionary savings.⁵ Growth in net exports is expected to slow over the projection period in response to an appreciation of the Chinese real effective exchange rate.

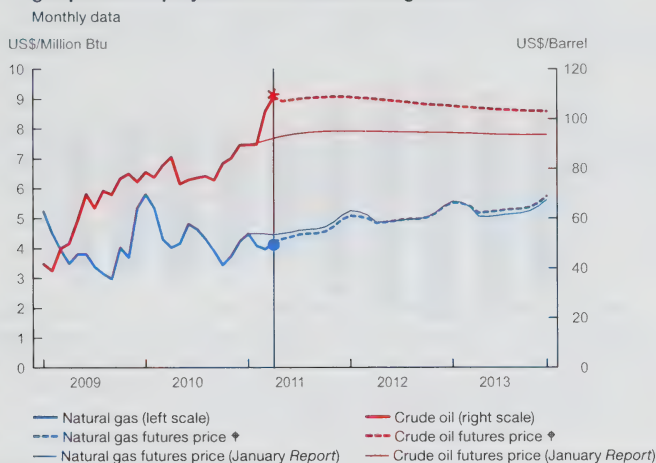
Growth in other emerging-market economies is also projected to moderate through 2013, in response to the somewhat slower growth in China, the unwinding of the fiscal stimulus introduced during the recession, tighter monetary policy in reaction to heightened inflationary pressures and an anticipated modest appreciation of their real exchange rates.

5 In the 2011 annual "Report on the Work of the Government," the Chinese authorities indicate that they will significantly increase spending on public housing, public health care, education reform and social security.

In the euro area, real GDP is expected to increase by about 1.8 per cent through 2011–12

Growth is projected to slow markedly in Japan in 2011

Chart 12: Oil prices are expected to remain roughly unchanged, but natural gas prices are projected to increase through 2013



★ Spot price for crude oil (8 April 2011)

● Spot price for natural gas (8 April 2011)

† Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 8 April 2011

Note: Values for crude oil and natural gas prices in April 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 8 April 2011.

Source: NYMEX

The Bank of Canada's commodity price index is expected to remain above the levels anticipated in the *January Report*, owing to higher prices for oil and non-energy commodities. Based on the latest futures curve, West Texas Intermediate (WTI) oil prices are projected to remain in the US\$103 to \$109 range (**Chart 12**). Natural gas prices, as suggested by the latest futures curve, are projected to rise modestly, as demand shifts away from oil toward other energy sources. Prices are nevertheless expected to remain low relative to their historical relationship with oil prices over the projection horizon, with the excess supply from shale production helping to contain price increases. Prices for non-energy commodities are anticipated to increase moderately over the rest of 2011, reflecting the lingering effects of tight supply conditions on the prices of metals and agricultural products. Thereafter, the prices of non-energy commodities are expected to decline in response to a gradual increase in metals production, the normalization of crop yields and some deceleration in demand from emerging-market economies.

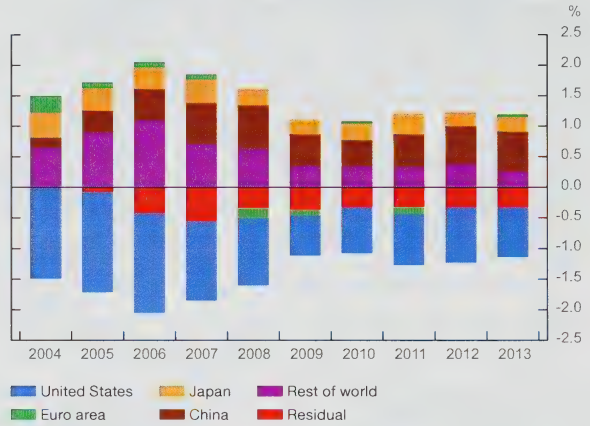
The Bank's base-case scenario suggests that global imbalances will remain large through 2013 (**Chart 13**). Although actions taken by some emerging-market authorities to limit the nominal appreciation of their exchange rates will delay the resolution of these imbalances, rising inflation rates in some of these countries are pushing their real exchange rates higher (**Chart 14**). In the United States, the anticipated fiscal consolidation should lead to increased national savings, but the negative effect of higher oil prices on the terms of trade is expected to delay the improvement in the current account balance. Elevated commodity prices, in contrast, should strengthen the current account balances of commodity-producing countries, which, as a group, already enjoy a large current account surplus.

The Bank of Canada's commodity price index is expected to remain above the levels anticipated in the January Report

The Bank's base-case scenario suggests that global imbalances will remain large through 2013

Chart 13: Global imbalances are projected to remain large through 2013

Current account balance as a percentage of world GDP, annual data

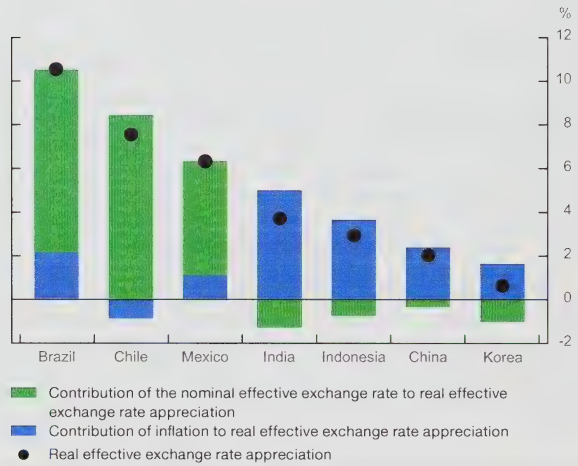


Note: The residual represents the statistical error and has been kept constant at its last historical value over the projection period.

Sources: International Monetary Fund and Bank of Canada projections

Chart 14: Rising inflation rates in some Asian economies are contributing to the appreciation of their real effective exchange rates

Change from February 2010 to February 2011



Source: Bank for International Settlements

The Canadian Economy

Economic activity in Canada has been stronger in recent quarters than the Bank had expected in the *January Report*. A more modest pace of growth is projected in the period ahead, reflecting the broad economic forces identified in the *January Report*. The expected rebalancing of aggregate demand in Canada has begun, with investment picking up strongly and contributions to growth from government expenditures scheduled to fade. Household spending has shown greater-than-expected momentum in recent quarters. The Bank continues to expect growth in consumption and residential investment to slow over the projection horizon, although the supportive effects of higher terms of trade on incomes and wealth point to a slightly stronger profile than previously anticipated. The improvement in net exports anticipated in the *January Report* has occurred more quickly than expected, but further improvement will likely be restrained by the persistent strength in the Canadian dollar and a slightly lower profile for U.S. growth than had previously been projected.

While underlying inflation is subdued, a number of temporary factors will boost total CPI inflation to around 3 per cent in the second quarter of 2011 before total CPI inflation converges to the 2 per cent target by the middle of 2012. This short-term volatility reflects the impact of recent sharp increases in energy prices and the ongoing boost from changes in provincial indirect taxes. Core inflation has fallen further in recent months, in part due to temporary factors. It is expected to rise gradually to 2 per cent by the middle of 2012 as excess supply in the economy is slowly absorbed, labour compensation growth stays modest, productivity recovers and inflation expectations remain well anchored.

The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy, putting additional downward pressure on inflation through weaker-than-expected net exports and larger declines in import prices.

Recent Developments

Economic Activity

Real GDP in Canada grew at an annual rate of 3.3 per cent in the fourth quarter of 2010, and is estimated to have picked up further to 4.2 per cent in the first quarter of 2011. This has been a stronger rebound than was expected at the time of the *January Report*, reflecting stronger exports and consumption. Higher commodity prices have resulted in large increases in Canada's terms of trade, leading to renewed strong growth in real gross domestic income (GDI) (**Chart 15** and **Technical Box 2**).

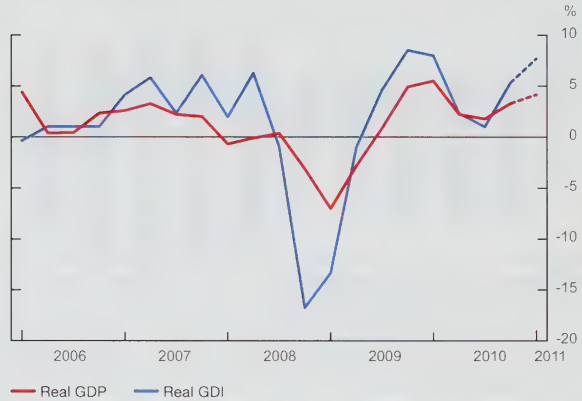
Economic activity in Canada has been stronger in recent quarters than the Bank had expected in the January Report

The expected rebalancing of aggregate demand in Canada has begun

The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy

Chart 15: Growth in Canadian real gross domestic income has been noticeably greater than that of real GDP recently, owing to significant gains in the terms of trade

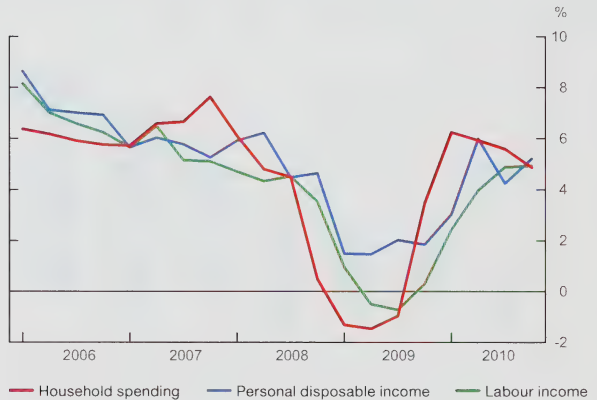
Quarterly growth at annual rates



Note: Numbers for 2011Q1 are Bank of Canada estimates.
Source: Statistics Canada

Chart 16: Household spending has been moving more in line with the growth in household income

Year-over-year percentage change



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q4

Household spending has moved more in line with the growth in household incomes

Household spending has moved more in line with the growth in household incomes. In the fourth quarter, rapid growth in consumption was consistent with a strong increase in disposable income (**Chart 16**), leaving the savings rate little changed at 4.0 per cent. While the strong growth in disposable income in the last quarter of 2010 was supported by an improving labour market, it also received a temporary boost from government transfers related to the earlier introduction of the harmonized sales tax (HST) in Ontario. In the first quarter, the Bank estimates that growth in consumption slowed in line with moderating income growth, although both continue to be supported by higher terms of trade and gains in household net worth. In that context, residential investment has remained at a high level in recent quarters, although

The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy

Large and persistent increases in the real prices of energy and non-energy commodities can have a significant impact on the Canadian economy.¹ The magnitude of their impact and the implications for policy depend on the nature of the forces driving their movements.²

Commodity prices affect the evolution of economic activity and inflation in Canada through various channels (Table 2-A).

Direct CPI channel: Commodities are part of the consumption basket in Canada. Consequently, an increase in commodity prices has a direct impact on some components of the CPI, such as gasoline, fuel oil, natural gas, food and transportation. Because the core CPI excludes the eight most volatile components of the CPI, many of which are heavily influenced by changes in commodity prices, an increase in those prices has a stronger effect on total inflation than on core inflation (Table 2-B).³ But this effect can take time to manifest itself (Chart 2-A), and firms may also absorb part of the increase in costs through lower profit margins.^{4,5}

Terms-of-trade channel: Because Canada is a net exporter of commodities, an increase in commodity prices raises export prices relative to import prices. This causes a terms-of-trade improvement, which increases Canadians' power to purchase foreign goods and services, as measured by real gross

domestic income (GDI, Chart 2-B). This increase in real income also triggers increased spending on domestically produced goods and services.

Production-costs channel: An increase in commodity prices raises production costs wherever commodities are used as an input. This can reduce the level of potential activity in the economy and contribute to inflationary pressures.

Commodity-supply channel: An increase in commodity prices pushes up profits in the commodity sector, which in turn stimulates production, labour, capital and wages in that sector.

The inflationary pressures stemming from these channels are dampened by Canada's flexible exchange rate regime. Typically, the Canadian dollar

Table 2-A: The impact of an increase in commodity prices on Canada's economy depends on the source

Channels	Real GDP		Inflation	
	Commodity-supply shock	Commodity-demand shock	Commodity-supply shock	Commodity-demand shock
Direct CPI	—		↗	
Terms-of-trade	↗		↗	
Production-costs	↘		↗	
Commodity-supply	↗		↗	
Foreign-demand	↘	↗	↘	↗
Total effects	—	↗	↗	↗

Table 2-B: Food and energy in the CPI

	Weight in total CPI	Weight in core CPI ^a
Food	17.0	17.6
Energy	9.4	3.3
Other goods	27.5	31.6
Other services ^b	46.1	47.5
Total	100.0	100.0

a. Core CPI includes all food components except fruits and vegetables and excludes all energy components except electricity.

b. Meals at restaurants are classified as a service.

(continued)

1 The commodity sector directly accounts for about 7 per cent of GDP in Canada.

2 A number of articles published in the *Bank of Canada Review* in recent years have examined the impact of commodity prices on the economy. See, for example, M. Francis, "Adjusting to the Commodity-Price Boom: The Experiences of Four Industrialized Countries" (Autumn 2008); D. Dupuis and P. Marcil, "The Effects of Recent Relative Price Movements on the Canadian Economy" (Autumn 2008); and G. Stuber, "The Changing Effects of Energy-Price Shocks on Economic Activity and Inflation" (Summer 2001).

3 Unlike the core inflation measure used in the United States and some other countries, Canada's core CPI includes most food items.

4 The lags in the effects of commodity-price movements on CPI components reflect the presence of long-term contracts and adjustment costs.

5 Commodity-price movements can also have second-round effects on wages and other prices as expectations of future inflation increase. There has been little evidence of such second-round effects in Canada in the past two decades, however, since inflation expectations have been well anchored at the 2 per cent inflation target.

The Impact of Commodity Prices on the Canadian Economy

appreciates in response to increases in commodity prices, which reduces import prices and restrains inflation more generally.

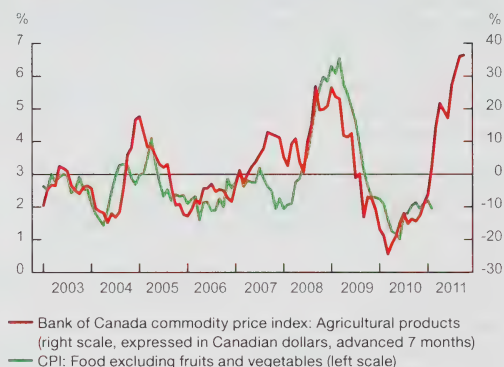
Finally, the degree to which higher commodity prices affect the Canadian economy depends on the **foreign-demand channel**, which can offset or amplify the other channels, depending on the factors responsible for the increases. Commodity-price rises that reflect speculation or supply disruptions (because of geopolitical considerations or extreme weather conditions, for example) push global production costs higher. Since Canada's main trading partners are net commodity importers, their lower economic activity will depress demand for Canada's non-commodity exports. In contrast, if the increase in commodity prices is caused by an increase in global activity that also raises the demand for commodities, then additional benefits would accrue to the Canadian economy, since demand for Canadian non-commodity exports would also increase.

Policy-makers can look through short-lived supply shocks and speculative overshoots. In contrast, when the increase in commodity prices is caused by higher world demand, the net effect on Canada's real GDP will be positive, and the impact on Canadian inflation will generally be more pronounced. The greater the importance of Canada's non-commodity exports to countries driving the surge in global demand, the greater the impact will be.

Despite recent supply disruptions caused by geopolitical unrest and natural disasters, as well as speculative pressures that have, on occasion, reinforced the direction of price moves driven by fundamentals, the Bank's view is that a large, sustained increase in demand stemming from rapid growth in the emerging world has been the primary driver of the most recent boom in commodity prices. However, given that only 10 per cent of Canada's exports go to emerging economies, activity in the Canadian economy is not likely to benefit as much as it has in past commodity booms that were driven mainly by U.S. economic growth.

Chart 2-A: The large rise in world raw food prices is expected to boost Canadian CPI food prices with some lag

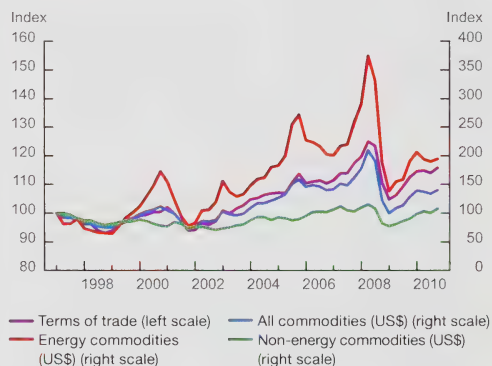
Year-over-year percentage change, monthly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Chart 2-B: Canada's terms of trade have closely followed the movements in global commodity prices

Index: 1997Q1 = 100, quarterly data

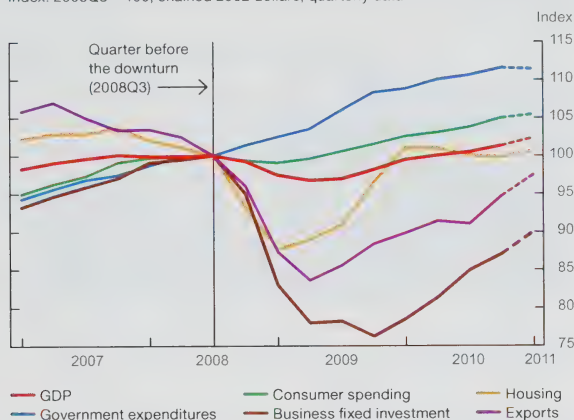


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q4

Chart 17: Despite rapid growth in recent quarters, business investment remains well below its pre-recession peak

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data



Note: Numbers for 2011Q1 are Bank of Canada estimates.

Source: Statistics Canada

the estimated pickup in activity in the first quarter may partly reflect timing effects related to changes in mortgage insurance rules.⁶

Business fixed investment has continued to grow at a robust pace in recent quarters, driven in particular by activity in primary industries. Nonetheless, the estimated level of business investment in the first quarter remained well below its pre-recession peak (**Chart 17**).

While net exports made a greater contribution to growth in the fourth quarter than had been expected at the time of the *January Report*, this followed a period of persistently large negative contributions through much of 2009 and 2010, and preliminary evidence suggests another negative contribution in the first quarter of 2011. The rebound in exports in the fourth quarter was driven by higher commodity exports, in part due to one-off factors such as restarted and expanded pipeline capacity. While exports of manufactured goods such as motor vehicles have picked up more recently, the supply disruptions that have been experienced in the aftermath of the earthquake in Japan are projected to reduce the growth in the Canadian economy in the second quarter by about half a percentage point, with that lost activity likely to be recovered in subsequent quarters (**Technical Box 1**). Import growth has been volatile, largely reflecting swings in inventory investment which, after pulling back sharply in the fourth quarter of 2010, appears to have normalized in the first quarter.

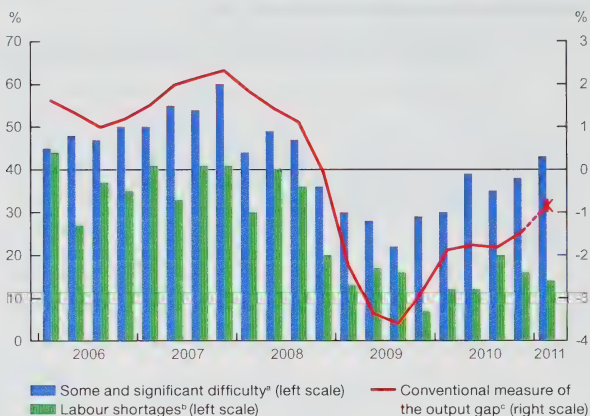
Estimated Pressures on Capacity

Various indicators of capacity pressures suggest the persistence of excess supply in the Canadian economy. The Bank's conventional measure of the output gap indicates that excess capacity in the economy narrowed in the first quarter of 2011, to about -0.9 per cent (**Chart 18**). The Bank's spring

The rebound in exports in the fourth quarter was driven by higher commodity exports, in part due to one-off factors

⁶ Effective 18 March 2011, there was a reduction in the maximum amortization period to 30 years from 35 years for new government-backed insured mortgages with loan-to-value ratios of more than 80 per cent. There was also a reduction in the maximum that Canadians can borrow to refinance their mortgages to 85 per cent from 90 per cent of the value of their homes. The withdrawal of government insurance backing on lines of credit secured by homes, such as HELOCs, will come into force on 18 April 2011.

Chart 18: Material excess supply remains in the Canadian economy



- Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the first quarter of 2011 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 4.2 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2011Q1

Chart 19: Despite the recovery in employment, the unemployment rate remains elevated



Source: Statistics Canada

Last observation: March 2011

Business Outlook Survey (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Spring 2011) suggests a lesser degree of slack in the economy, with the proportion of firms indicating that they would have difficulty responding to an unexpected increase in demand now back at its historical average. However, the survey also indicates that the proportion of firms facing labour shortages remains well below its historical average. This is consistent with the relatively high unemployment rate and weakness in average weekly hours worked, and implies persistent slack in the labour market (**Chart 19**).

On balance, the Bank judges that the economy continued to operate with a material degree of slack in the first quarter of 2011, at about 1 per cent below its production capacity. This is a smaller gap than the Bank had projected in January.

Inflation and the 2 Per Cent Target

As expected, core CPI inflation has fallen further in recent months (**Chart 20**). A number of transitory factors have been dampening the year-over-year rate of core inflation, notably the effects of unusually large increases a year ago for motor vehicles and hotel accommodation (the latter related to the Vancouver Winter Olympics), as well as recent rebates on electricity prices in Ontario. In addition, there is evidence that some of the HST-related tax refunds to businesses have been passed through to consumers, lowering core inflation by about 0.3 percentage points, in line with the Bank's prior expectations. Looking through these factors, underlying inflation has remained broadly stable at a rate slightly above 1½ per cent, reflecting persistent excess supply in the economy, as well as the moderate growth of unit labour costs (**Chart 21**) and the appreciation of the Canadian dollar.

Total CPI inflation averaged 2.3 per cent in January and February, unchanged from its average rate in the fourth quarter of 2010. The effects of higher world prices for energy and other commodities on Canadian inflation have been tempered by the appreciation of the Canadian dollar. The direct impact of the HST and other changes in provincial indirect taxes instituted since July 2010 are also continuing to boost the 12-month rate of change in total CPI.

Measures of near-term inflation expectations have risen slightly in recent months, reflecting observed increases in commodity prices, while measures of longer-term inflation expectations have remained little changed. The April Consensus Economics forecast for total CPI inflation was 2.4 per cent in 2011 and very close to the target in 2012 (2.1 per cent). Expectations for average inflation over the next two years, as reported in the Bank's spring *Business Outlook Survey*, are concentrated within the 1 to 3 per cent control range,

On balance, the Bank judges that the economy continued to operate with a material degree of slack in the first quarter of 2011

Underlying inflation has remained broadly stable at a rate slightly above 1 1/2 per cent

The Bank judges that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target

Chart 20: Core inflation remains subdued, while total inflation has been boosted by temporary factors

Year-over-year percentage change, monthly data



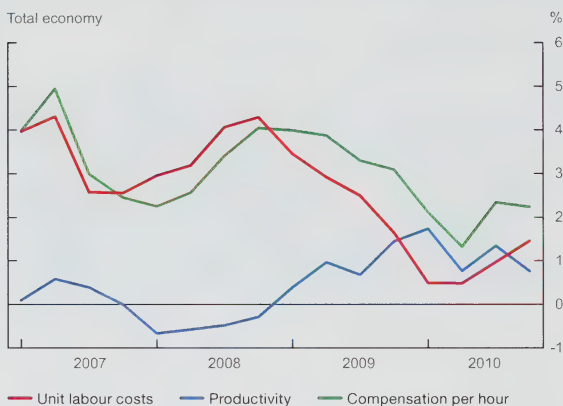
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: February 2011

Chart 21: Despite some recent pickup, the growth of unit labour costs has been moderate over the past year

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q4

with a majority of firms now expecting inflation to be in the upper half of the range, consistent with the recent rapid increase in commodity prices. Market-based measures of longer-term inflation expectations continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target. Overall, the Bank judges that inflation expectations are well anchored at the 2 per cent target.

Canadian Financial Conditions

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative, providing important ongoing support to the economic recovery. Despite a modest increase over the past year, effective borrowing costs for households and businesses continue to be very low by historical standards (**Chart 22**). The growth of total private credit has recently moved somewhat above its historical average, as growth in business credit has picked up sharply (**Chart 23**).

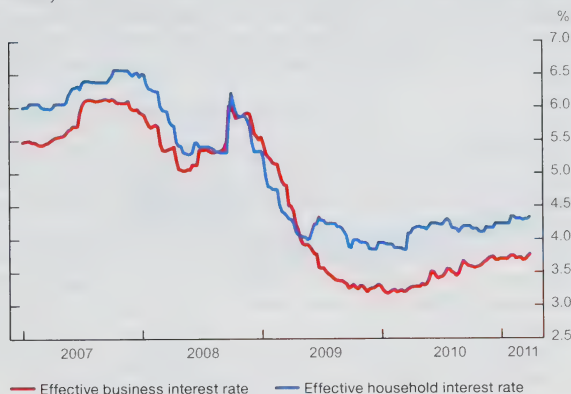
The favourable effective borrowing costs for households are underpinned by the ongoing low level of bank financing costs. Following some slowing in 2010, a pickup in household credit growth has been observed in recent months, partly reflecting stronger activity in the resale housing market.

Investor demand for risky assets is buoyant

In addition to very low effective borrowing costs, Canadian firms have seen further easing in their access to financing in recent months. According to the Bank's *Senior Loan Officer Survey* for the first quarter of 2011 (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2011Q1), greater competition among lending institutions, and from capital markets, together with a more favourable economic outlook, has led to a further loosening of lending conditions for a wider range of borrowers (**Chart 24**). Results from the latest *Business Outlook Survey* also suggest that credit conditions have eased further in recent months. Investor demand for risky assets is buoyant, reflecting expectations of an improving global economy, as well as the low level of government bond yields. Accordingly, credit spreads have remained narrow, corporate bond issuance has been strong and the S&P/TSX Composite Index has recovered further. In response to more favourable financing conditions and the robust recovery in business investment, the overall growth of business credit has picked up markedly in recent months.

Chart 22: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



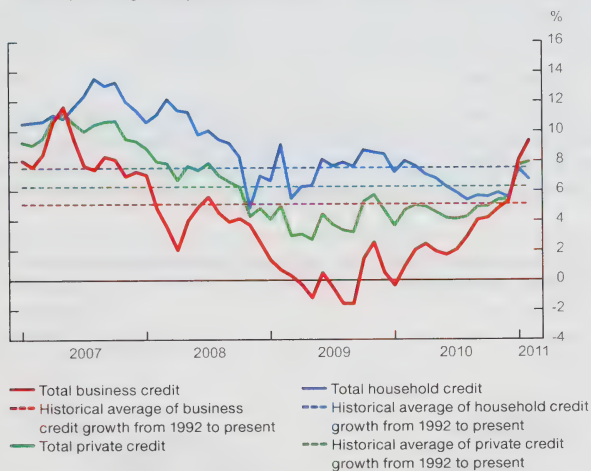
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 8 April 2011

Chart 23: The growth rate of business credit is picking up noticeably

3-month percentage change (at annual rates)



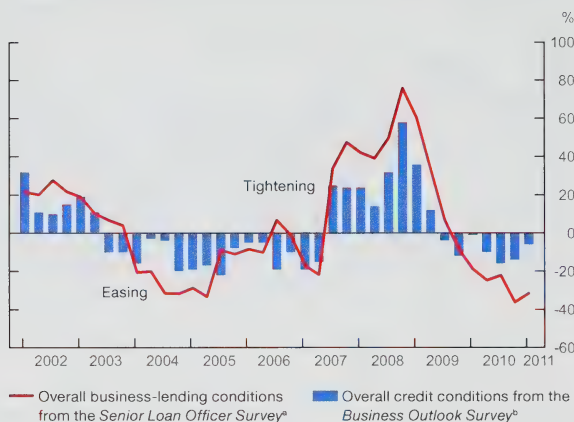
Source: Bank of Canada

Last observation: February 2011

Compared with the unusually rapid pace registered between the end of 2008 and early 2010, growth in the narrow monetary aggregates has been moderate in recent months, consistent with reduced liquidity preference among households and firms. Growth in the broader M2++ aggregate remains below its historical average, suggesting subdued inflation pressures ahead.

Chart 24: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2011Q1

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

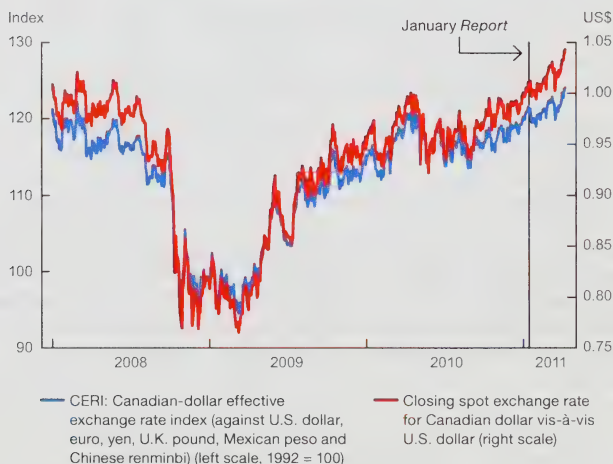
Last observation: 2011Q1

Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged 103 cents U.S. since the March fixed announcement date, higher than the 100 cents assumed in the January Report. The Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI) has appreciated to a similar extent (Chart 25).

Chart 25: The Canadian dollar has continued to appreciate since the January Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 8 April 2011

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 103 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; persistently strong prices for non-energy commodities; and supportive global credit conditions.

Aggregate Demand and Supply

The Bank expects the rotation of aggregate demand in Canada toward business investment and net exports and away from government and household expenditures to continue over the projection horizon (**Chart 26**). The stronger economic expansion observed in recent quarters is projected to give way to a more modest pace, as the particularly strong rebound in exports observed recently is unlikely to be sustained, given ongoing competitiveness challenges, including headwinds from the persistent strength in the Canadian dollar, as well as the one-off nature of certain elements of the rebound (**Table 2** and **Chart 27**). Some of the recent stronger-than-expected momentum in household spending is projected to persist, however, reflecting in part the effects of higher terms of trade.

On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 2.9 per cent in 2011 and 2.6 per cent in 2012, while growth in 2013 is expected to equal that of potential output (2.1 per cent), with the economy operating at full capacity. This growth profile implies a slightly higher level of activity across the medium-term projection horizon, with the Bank now expecting the economy to return to full capacity around the middle of 2012, two quarters earlier than had been projected in the January *Report*.

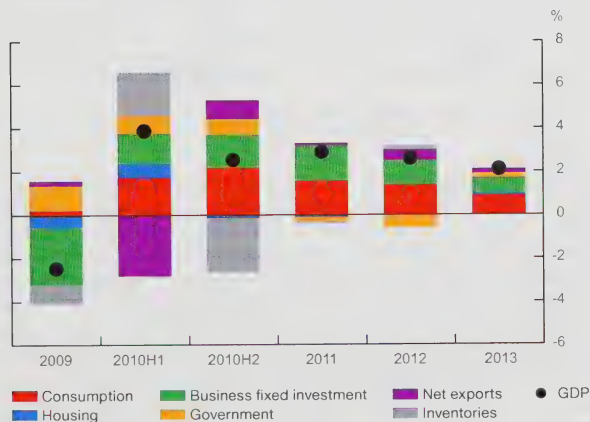
As in January, the Bank expects the growth of consumer spending over the projection horizon to evolve broadly in line with that of personal disposable income, leaving the savings rate relatively stable at a low level and the ratio of household debt to income near historic highs (**Chart 28**). The growth of

The stronger economic expansion observed in recent quarters is projected to give way to a more modest pace

Higher terms of trade are expected to boost household incomes

Chart 26: Demand in Canada is projected to rely increasingly on business investment and net exports, and less on government and household expenditures

Contributions to real GDP growth
Percentage points

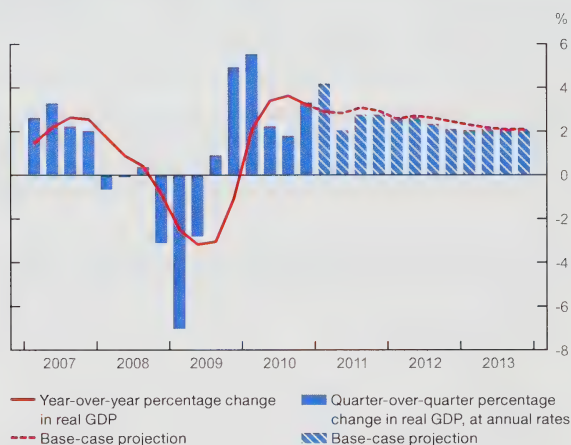


Note: Contributions for 2010H1 and 2010H2 are proxied by the average quarterly contributions.
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Table 2: Contributions to average annual real GDP growthPercentage points^a

	2010	2011	2012	2013
Consumption	2.0 (1.9)	1.6 (1.4)	1.4 (1.2)	0.9
Housing	0.7 (0.7)	-0.1 (-0.1)	0.0 (0.0)	0.1
Government	1.3 (1.0)	-0.2 (0.0)	-0.6 (-0.5)	0.2
Business fixed investment	0.6 (0.6)	1.6 (1.1)	1.1 (1.2)	0.7
Subtotal: Final domestic demand	4.6 (4.2)	2.9 (2.4)	1.9 (1.9)	1.9
Exports	1.8 (1.9)	2.5 (1.8)	1.2 (1.9)	1.2
Imports	-4.0 (-4.2)	-2.4 (-1.7)	-0.7 (-1.2)	-1.0
Subtotal: Net exports	-2.2 (-2.3)	0.1 (0.1)	0.5 (0.7)	0.2
Inventories	0.7 (1.0)	-0.1 (-0.1)	0.2 (0.2)	0.0
GDP	3.1 (2.9)	2.9 (2.4)	2.6 (2.8)	2.1
Memo items:				
Potential output	1.6 (1.6)	1.8 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1
Real gross domestic income (GDI)	4.9 (4.8)	4.7 (3.4)	3.1 (3.2)	1.9

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2011 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2010 *Report*.

Chart 27: Real GDP is expected to grow at a rate consistent with the gradual absorption of excess supply

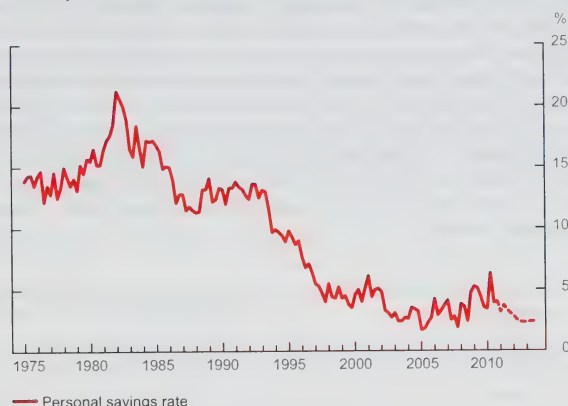
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Residential investment remains unlikely to contribute to overall GDP growth over the projection horizon

disposable income is expected to moderate with the withdrawal of fiscal stimulus, previously announced compensation restraints by governments and a slow recovery in average hours worked. Higher terms of trade are expected to provide some offsetting boost to household incomes over the projection horizon, and have led to higher household wealth. While these supports are projected to result in a slightly stronger profile for consumer spending than had been expected in the January *Report*, their impact is likely to be limited, with household balance sheets remaining stretched and consumption unlikely to be bolstered by gains in house prices. In that context, and with a projected reduction in housing affordability, residential investment remains unlikely to contribute to overall GDP growth over the projection horizon. Thus, the Bank continues to expect the share of the

Chart 28: The Canadian personal savings rate is projected to remain near historic lows

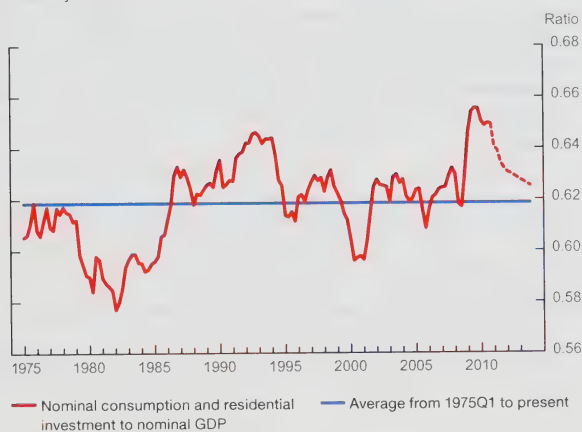
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 29: The share of household expenditures in GDP is expected to decline toward its historical average

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

economy accounted for by consumer spending and residential investment to decline toward its historical average (**Chart 29**).

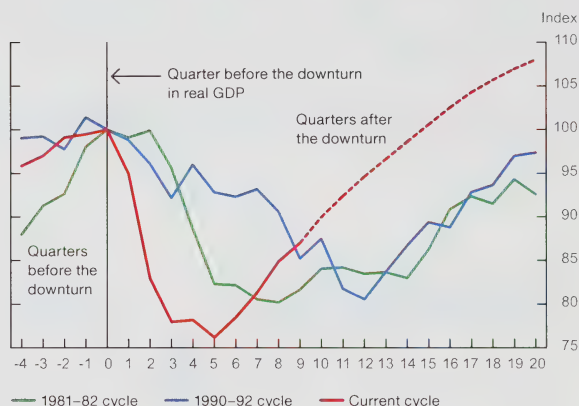
The Bank's base-case scenario continues to assume that the contribution of government spending to real GDP growth will turn negative over the 2011–12 period, consistent with the previously announced unwinding of fiscal stimulus. Revisions to the national accounts data reveal that more of the stimulus spending appears to have been delivered in 2010 than had been previously estimated, boosting the contribution of government spending in that year and correspondingly reducing its assumed contribution to the growth of GDP in 2011.

Business fixed investment is expected to continue to rise rapidly

Business fixed investment is expected to continue to rise rapidly over the projection horizon as the unusually sharp decline experienced during the recession is unwound (**Chart 30**). This reflects the solid financial positions of Canadian firms (**Chart 31**), favourable credit conditions, higher commodity prices and the stronger Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. The Bank's *Business Outlook Survey* has also indicated a consistently high level of investment intentions in recent quarters. Moreover, the latest results from the *Public and Private Investment Intentions* survey conducted by Statistics Canada suggest some firming in the growth of business investment in 2011. Taking all of these factors into account, the recovery in capital spending over the near term is now projected to be slightly more robust than previously projected.

Chart 30: Canadian business fixed investment is projected to continue its recent robust growth

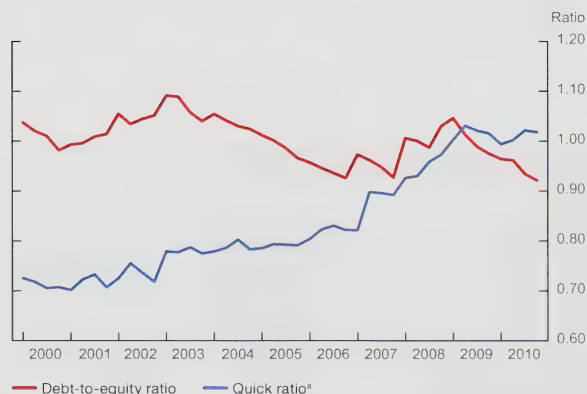
Comparison of Canadian real business investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 31: With liquidity high and leverage low, non-financial firms are well positioned to invest

Quarterly data



a. The quick ratio is defined as short-term assets (less inventories) over short-term liabilities.

Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q4

The Bank continues to expect an improvement in net exports over the projection horizon, as exports recover and expand with rising external demand, and import growth slows from its previously rapid pace with the moderation in the growth of domestic demand. The Bank continues to project, however, that the recovery in exports will be subdued relative to earlier global recoveries, with the higher level of the Canadian dollar assumed in this projection adding to long-standing competitiveness challenges. These forces are also expected to boost imports relative to domestic demand, with the solid growth in business investment having a similar effect, given its high import content. As a result, net exports are expected to make a positive, but modest, contribution to growth over the projection horizon. The strength of net exports will continue to be sensitive to currency movements and the expected recovery in productivity growth, as well as to the prospects for external demand.

The Projection for Inflation

The Bank expects core inflation to rise gradually to 2 per cent as excess supply in the economy is slowly absorbed and inflation expectations remain well anchored (**Table 3** and **Chart 32**). As in January, this increase reflects the unwinding of the transitory influences currently dampening core inflation, including the effects of HST-related tax refunds passed on by businesses. The combination of ongoing modest growth in labour compensation and higher productivity is expected to continue to dampen inflationary pressures, with the higher assumed value of the Canadian dollar providing further restraint.

Although core inflation has been slightly weaker than expected in recent months, it is projected to converge to 2 per cent somewhat more quickly than in the January *Report*. This reflects the slightly smaller degree of slack in the Canadian economy over the projection horizon, as well as the sharp increases in the prices of agricultural commodities observed in recent months, which are expected to lead to a somewhat larger increase in food prices than had been expected.

The Bank continues to project that the recovery in exports will be subdued relative to earlier global recoveries, with the higher level of the Canadian dollar assumed in this projection adding to long-standing competitiveness challenges

The Bank expects core inflation to rise gradually to 2 per cent

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada^a

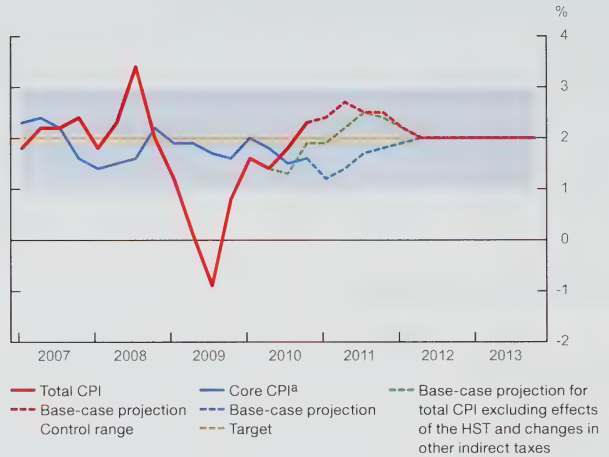
	2010	2011					2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.3 (2.3)	4.2 (2.5)	2.0 (2.8)	2.7 (3.0)	2.7 (3.0)	2.6 (2.9)	2.6 (2.6)	2.3 (2.5)	2.1 (2.5)	2.1	2.1	2.1	2.1	
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.2 (2.8)	2.9 (2.0)	2.8 (2.2)	3.1 (2.6)	2.9 (2.8)	2.5 (2.9)	2.7 (2.9)	2.6 (2.7)	2.4 (2.6)	2.3	2.1	2.1	2.1	
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.2 (1.4)	1.4 (1.5)	1.7 (1.6)	1.8 (1.7)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0	
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.4 (2.2)	2.7 (2.3)	2.5 (1.9)	2.5 (2.0)	2.2 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0	
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	1.9 (1.7)	2.2 (1.8)	2.5 (1.9)	2.4 (1.9)	2.2 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0	
WTI ^a (level)	85 (85)	94 (91)	108 (93)	109 (95)	109 (95)	109 (95)	108 (95)	107 (95)	106 (95)	105	104	104	103	

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 8 April 2011

Chart 32: Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent by the middle of 2012

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Total CPI inflation is expected to converge to core inflation at the 2 per cent target by the middle of 2012

Total CPI inflation is projected to peak around 3 per cent (on a monthly basis) in the second quarter of 2011, reflecting the impact of recent sharp increases in energy prices and the anticipated rise in core inflation, as well as the ongoing boost to inflation from the HST and other changes in provincial indirect taxes. As with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank is looking through the first-round effect on prices. Total CPI inflation is expected to converge to core inflation at the 2 per cent target by the middle of 2012 as energy prices stabilize.

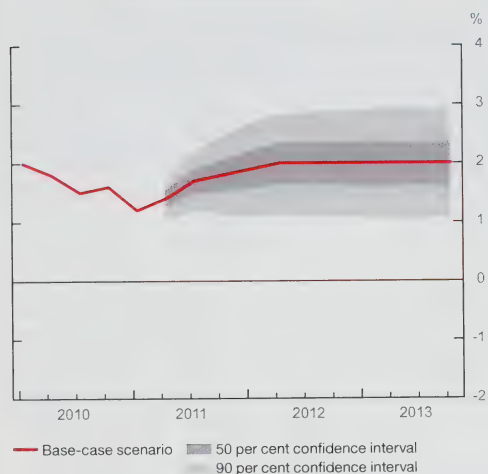
This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 33** and **Chart 34** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the second quarter of 2011 to the end of 2013.⁷

⁷ Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; key word search: Fan charts.

Chart 33: Projection for core CPI inflation

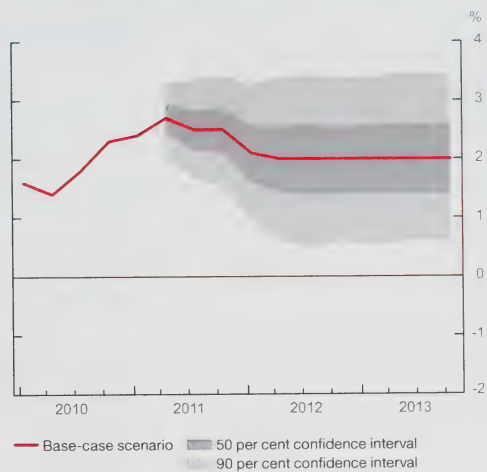
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 34: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Risks to the Outlook

Although the global economic recovery is expected to continue at a steady pace, global risks remain elevated.

The two main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-projected commodity prices and global inflation, and increased momentum in Canadian household spending.

- If efforts to restrain excess demand and mounting inflation pressures in emerging-market economies prove unsuccessful, commodity prices and global inflation could rise much faster than projected, raising incomes in Canada through higher export prices and increasing pressures on domestic prices.
- There could be stronger-than-expected momentum in household expenditures in Canada. With exceptionally stimulative financing conditions, borrowing could grow faster than income.

The two main downside risks to inflation relate to headwinds from the persistent strength in the Canadian dollar and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

- The persistent strength of the Canadian dollar could create even greater headwinds for the Canadian economy, putting additional downward pressure on inflation through weaker-than-expected net exports and larger declines in import prices.
- High household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

In addition, global uncertainty is being affected by high private and sovereign debt levels in many advanced economies, geopolitical tensions and the evolving situation in Japan in the aftermath of the Tohoku earthquake.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Les risques entourant les perspectives

Même si la reprise économique mondiale devrait se poursuivre à un rythme stable, les risques demeurent élevés à l'échelle du globe.

Les deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections et à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens.

■ Si les efforts déployés pour contenir la demande excédentaire et les tensions inflationnistes grandissantes dans les économies émergentes s'avèrent infructueux, les prix des produits de base et l'inflation à l'échelle mondiale pourraient grimper beaucoup plus rapidement qu'anticipé, entraînant une augmentation des revenus au Canada sous l'effet de la hausse des prix des exportations et intensifiant les pressions sur les prix intérieurs.

■ La progression des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vive qu'escompté. Compte tenu des conditions financières exceptionnelles-ment avantageuses, les emprunts pourraient croître plus rapidement que les revenus.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation sont liés aux vents contraires provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible qu'envisagé.

■ La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face, ce qui exercerait des pressions additionnelles à la baisse sur l'inflation, en raison des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.

■ Le lourd endettement des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'anticipé de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie.

De plus, l'incertitude à l'échelle du globe est exacerbée par les niveaux élevés des dettes privée et souveraine dans de nombreuses économies avancées, par les tensions géopolitiques et par l'évolution de la situation au Japon à la suite du tremblement de terre au Tohoku.

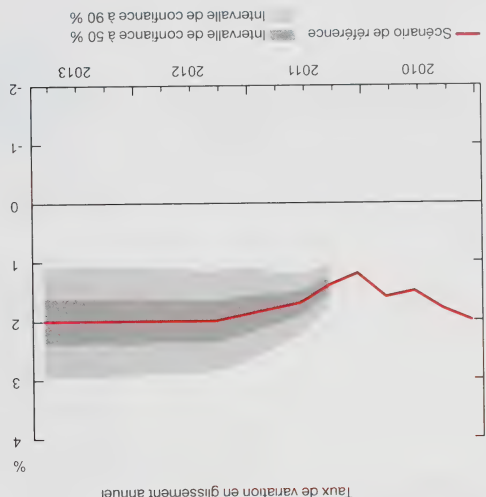
Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

la hausse. Comme elle l'a fait par le passé dans le cas de modifications des impôts indirects, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces changements sur les prix. On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge avec l'inflation mesurée par l'indice de référence à la cible de 2 % au milieu de 2012 suivant la stabilisation des prix de l'énergie.

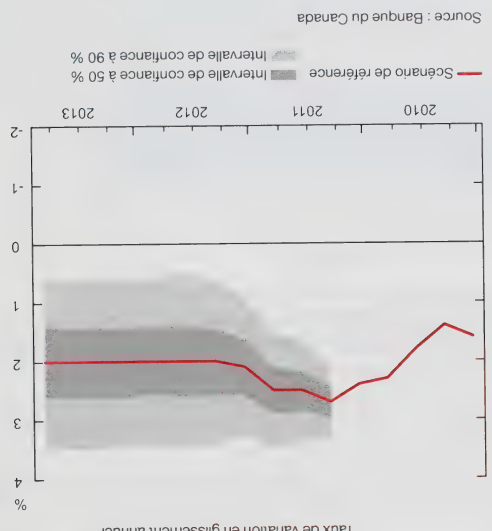
La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 33** et le **Graphique 34** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2011 à la fin de 2013⁷.

Graphique 33 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence



Graphique 34 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global



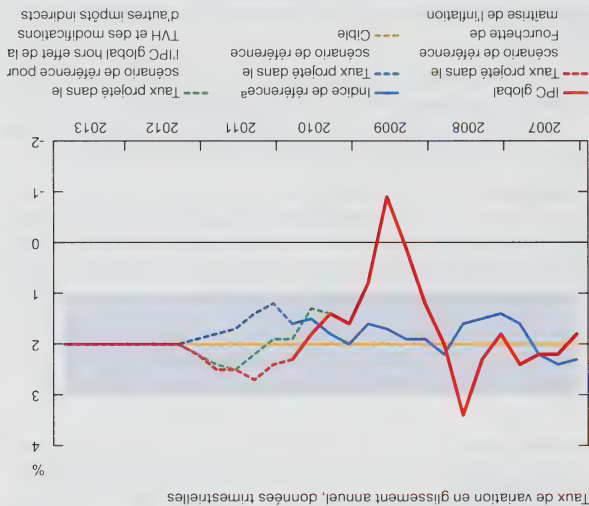
7 Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Recherches.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

	2010				2011				2012				2013			
	4 ^e trm.	1 ^{er} 2 ^e trm.	2 ^e trm.	3 ^e trm.	4 ^e trm.	1 ^{er} 2 ^e trm.	2 ^e trm.	3 ^e trm.	4 ^e trm.	1 ^{er} 2 ^e trm.	2 ^e trm.	3 ^e trm.	4 ^e trm.	1 ^{er} 2 ^e trm.	2 ^e trm.	3 ^e trm.
PIB réel (taux de variation trimestriel annuel)	3,3	4,2	2,0	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(2,3)	(2,5)	(2,8)	(3,0)	(3,0)	(2,9)	(2,6)	(2,5)	(2,5)	(2,1)	(2,3)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(2,0)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,2	2,9	2,8	3,1	2,9	2,5	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6	1,2	1,4	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,3	2,4	2,7	2,5	2,5	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,9	1,9	(1,7)	2,2	2,5	(1,9)	(1,8)	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
WTP (niveau)	85	94	(91)	108	109	109	109	109	109	108	107	106	105	104	104	103

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier du Rapport sur la politique monétaire.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 8 avril 2011.

Graphique 32 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % d'ici le milieu de 2012



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence monétaire graduellement jusqu'à 2 %, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbera lentement et les attentes d'inflation demeureront solidement ancrées (Tableau 3 et Graphique 32). Comme en janvier, cette augmentation rend compte de la disparition des facteurs passagers qui pèsent actuellement l'augmentation de l'indice de référence, notamment les effets des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH qui ont été répercutés sur les prix. La progression modeste de la rémunération du travail qui est en cours, conjuguée à l'amélioration de la productivité, devrait continuer d'atténuer les pressions inflationnistes, qui seront en outre limitées par la valeur plus élevée postulée pour le dollar canadien.

Si l'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement plus basse que prévu ces derniers mois, elle devrait revenir à 2 % un peu plus rapidement qu'on ne l'anticipait en janvier. Cela tient à la marge de capacités inutilisées légèrement moins importante au sein de l'économie canadienne sur la période de projection, ainsi qu'aux fortes hausses des prix des produits de base agricoles observées ces derniers mois, qui devraient entraîner un renchérissement des aliments un peu plus marqué que prévu.

La Banque projette que le rythme d'accroissement de l'IPC global culminera à 3 % environ (sur une base mensuelle) au deuxième trimestre de 2011, en raison de l'incidence des fortes augmentations des prix de l'énergie survenues récemment et du relèvement anticipé de l'inflation mesurée par l'indice de référence, ainsi que de la TVH et des autres modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces, qui poussent l'inflation à

La projection en matière d'inflation

La Banque continue d'anticiper une amélioration des exportations nettes sur la période de projection en raison, d'une part, de la remontée et de l'expansion des exportations liées au redressement de la demande extérieure et, d'autre part, d'un rythme de croissance des importations moins rapide qu'auparavant, associé à une progression ralentie de la demande intérieure. Toutefois, la Banque s'attend encore à ce que la reprise des exportations soit modérée par rapport aux taux enregistrés lors de reprises mondiales passées, le niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien intensifiant les défis qui se posent depuis longtemps sur le plan de la compétitivité. Ces forces devraient par ailleurs stimuler les importations compensatives. Les exportations nettes devraient par conséquent contribuer positivement à la croissance, quoique de façon modeste, au cours de la période de projection. Le dynamisme des exportations nettes demeurera sensible aux mouvements de change et à la remontée attendue de la croissance de la productivité, en plus d'être influencé par les perspectives d'évolution de la demande extérieure.

canadien, de même que l'incitation à accroître la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. L'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises a également fait ressortir des niveaux continuellement élevés dans les intentions d'investissement ces derniers trimestres. En outre, les plus récents résultats de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement des secteurs public et privé laissent entrevoir un certain raffermissement de l'expansion des investissements des entreprises en 2011. À la lumière de tous ces facteurs, on s'attend maintenant à ce que le relèvement des dépenses en capital à court terme soit légèrement plus robuste que prévu antérieurement.

La Banque s'attend encore à ce que la reprise des exportations soit modérée par rapport aux taux enregistrés lors de reprises mondiales passées, le niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien intensifiant les défis qui se posent depuis longtemps sur le plan de la compétitivité.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence monétaire graduellement jusqu'à 2 %.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge avec l'inflation mesurée par l'indice de référence à la cible de 2 % au milieu de 2012.

qui accroît la contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB en 2010 et en amoindrit proportionnellement la contribution prévue pour 2011.

Les investissements fixes des entreprises devraient continuer d'augmenter rapidement durant la période de projection à la faveur de la résorption du déclin inhabituellement marqué enregistré au cours de la récession (**Graphique 30**). Cette évolution reflète la situation financière solide des entreprises canadiennes (**Graphique 31**), les conditions de crédit favorables, la hausse des prix des produits de base et l'appréciation du dollar

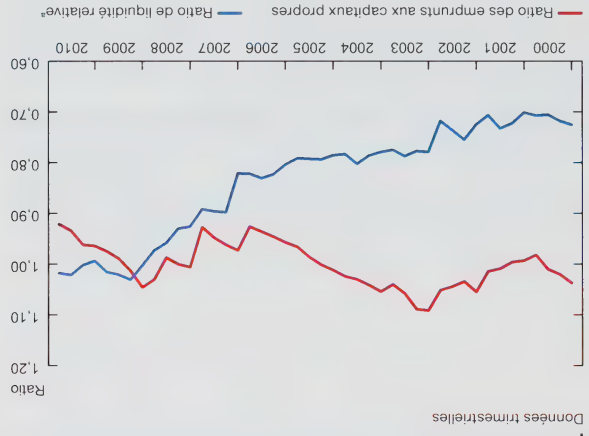
Les investissements fixes des entreprises devraient continuer d'augmenter rapidement.

Graphique 30 : La croissance des investissements fixes des entreprises canadiennes devrait se poursuivre au rythme robuste observé dernièrement



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 31 : Vu leurs hauts niveaux de liquidités et leurs faibles ratios d'endettement, les entreprises non financières sont bien placées pour investir



a. Le ratio de liquidité relative est égal au quotient obtenu en divisant l'actif à court terme, diminué des stocks, par le passif à court terme.
Source : Statistique Canada

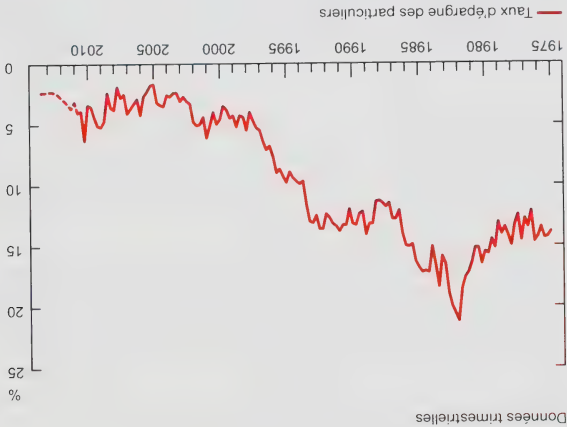
Dernière observation : 2010T4

Il demeure peu probable que l'investissement résidentiel contribue à la croissance de l'ensemble du PIB au cours de la période de projection.

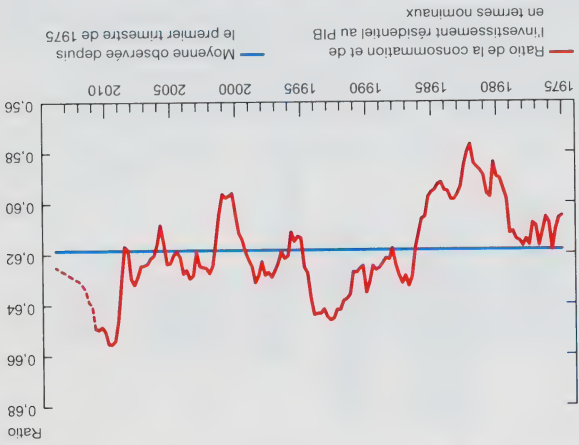
Dans ce contexte, et étant donné la réduction prévue de l'accessibilité à la propriété, il demeure peu probable que l'investissement résidentiel contribue à la croissance de l'ensemble du PIB au cours de la période de projection. Par conséquent, la Banque estime toujours que la part des dépenses de consommation et de l'investissement résidentiel dans l'économie ira en diminuant vers sa moyenne historique (Graphique 29).

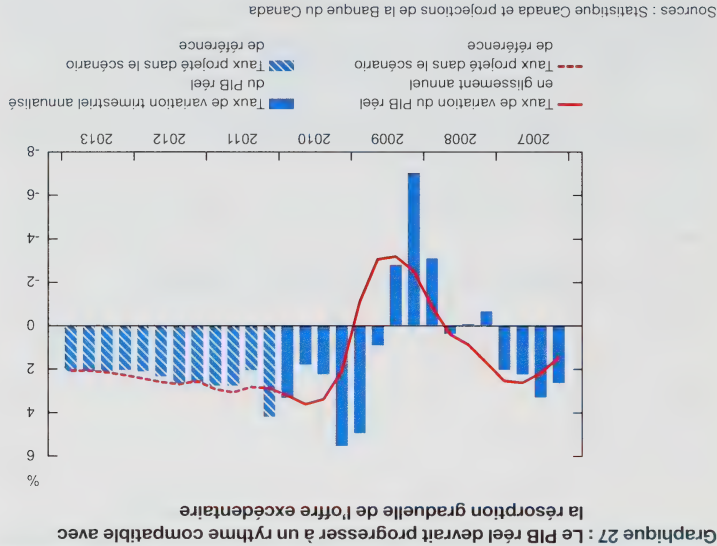
Dans son scénario de référence, la Banque continue de tabler sur le fait que la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel deviendra négative pendant la période 2011-2012, ce qui cadre avec le retrait des mesures de relance budgétaire annoncé précédemment. La révision des chiffres des comptes nationaux a révélé que la part des dépenses effectuées en 2010 au titre des mesures de relance semble plus élevée qu'escompté, ce

Graphique 28 : Le taux d'épargne des particuliers au Canada devrait demeurer près des creux historiques



Graphique 29 : Les dépenses des ménages en proportion du PIB devraient reculer pour tendre vers leur moyenne historique





a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2011 du Rapport sur la politique monétaire. Les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 2 du Rapport d'octobre 2010.

Pour mémoire :		2010	2011	2012	2013
Production potentielle	Revenu intérieur brut réel	4,9 (4,8)	4,7 (3,4)	3,1 (3,2)	1,9
		1,6 (1,6)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)	2,1
Stocks		3,1 (2,9)	2,9 (2,4)	2,6 (2,8)	2,1
Total partiel : exportations nettes		0,7 (1,0)	-0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,0
Exportations	Importations	2,2 (2,3)	0,1 (0,1)	0,5 (0,7)	0,2
		-4,0 (-4,2)	-2,4 (-1,7)	0,7 (-1,2)	-1,0
Total partiel : demande intérieure finale		1,8 (1,9)	2,5 (1,8)	1,2 (1,9)	1,2
Investissements fixes des entreprises		4,6 (4,2)	2,9 (2,4)	1,9 (1,9)	1,9
		0,6 (0,6)	1,6 (1,1)	1,1 (1,2)	0,7
Administrations publiques		1,3 (1,0)	-0,2 (0,0)	-0,6 (-0,5)	0,2
		0,7 (0,7)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,1
Logement		2,0 (1,9)	1,6 (1,4)	1,4 (1,2)	0,9
		0,9	1,4 (1,2)	1,4 (1,2)	0,9
Consommation		2,0 (1,9)	1,6 (1,4)	1,4 (1,2)	0,9

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

des ménages continuera d'avoir des sommets négatifs (Graphique 28). L'expansion du revenu disponible devrait se modérer en raison du retrait des stimulants budgétaires, des restrictions touchant la rémunération annoncées auparavant par les administrations publiques et d'une lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées. L'amélioration des termes de l'échange devrait avoir un effet stimulant quelque peu compensatoire sur les revenus des ménages pendant la période visée, et elle a entraîné une augmentation de la richesse de ces derniers. Ces facteurs favorables devraient se traduire par un profil des dépenses de consommation légèrement plus vigoureux qu'anticipé en janvier, mais leur incidence sera probablement limitée du fait que la situation financière des ménages reste difficile et que la consommation ne sera vraisemblablement pas stimulée par des gains au chapitre du prix des maisons.

L'offre et la demande globales

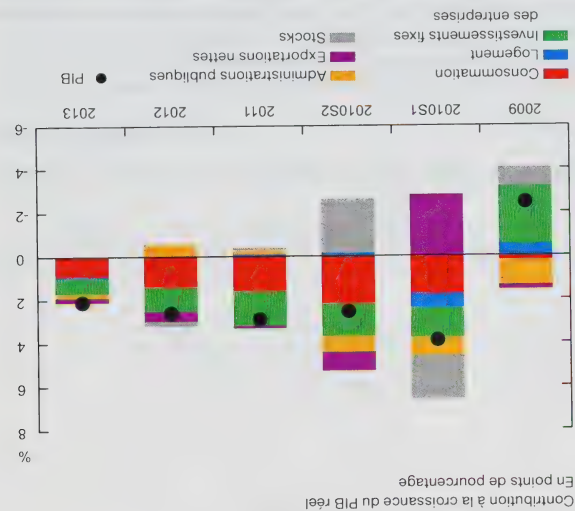
La Banque s'attend à ce que la demande globale au Canada continue de se déplacer des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes durant la période de projection (Graphique 26). La croissance économique plus vigoureuse enregistrée ces derniers trimestres devrait céder le pas à un rythme d'expansion plus modéré, le redressement partiellement vif des exportations observé récemment ayant peu de chances de durer compte tenu des défis qui continueront de se poser sur le plan de la compétitivité, dont les vents contraires attribuables à la vigueur persistante du dollar canadien, et de la nature ponctuelle de certains facteurs à l'origine de ce redressement (Tableau 2 et Graphique 27). L'élan plus soutenu que prévu qu'ont connu récemment les dépenses des ménages devrait toutefois en partie se maintenir, sous l'effet notamment du renforcement des termes de l'échange.

Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,9 % en 2011 et de 2,6 % en 2012, tandis qu'en 2013, on s'attend à ce qu'il augmente au même rythme que la production potentielle, soit 2,1 %, et que l'économie tourne alors à plein régime. Ce profil de croissance implique un niveau d'activité légèrement plus élevé tout au long de la période de projection à son plein potentiel au milieu de 2012 environ, soit deux trimestres plus tôt qu'elle ne l'envisageait dans le *Rapport* de janvier.

Comme en janvier, la Banque est d'avis que, sur la période de projection, la croissance des dépenses de consommation évoluera généralement de pair avec celle du revenu disponible des particuliers; le taux d'épargne restera ainsi relativement stable, à un bas niveau, et le ratio de la dette au revenu

La croissance économique plus vigoureuse enregistrée ces derniers trimestres devrait céder le pas à un rythme d'expansion plus modéré.

Graphique 26 : La demande au Canada devrait reposer de plus sur les investissements des entreprises et les exportations nettes, et de moins en moins sur les dépenses des administrations publiques et des ménages



Nota : Les contributions pour chacun des semestres de 2010 sont calculées à partir de la moyenne des contributions trimestrielles.
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

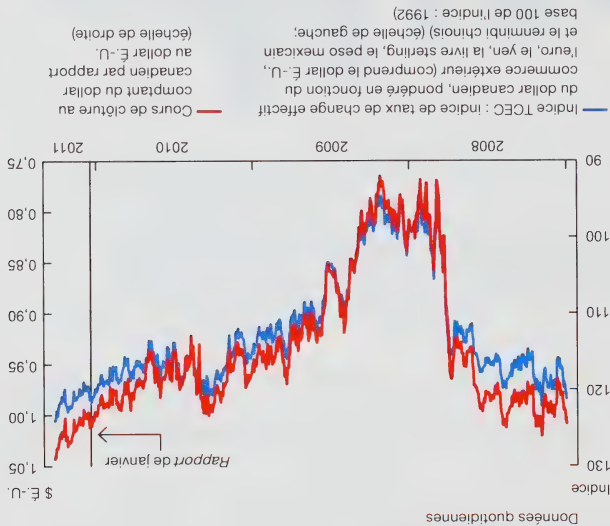
reprise robuste des investissements des entreprises, l'expansion globale du crédit à ces dernières a connu une hausse sensible au cours des derniers

Comparativement à la cadence inhabituellement rapide enregistrée entre la fin de 2008 et le début de 2010, la progression des agrégats monétaires au sens étroit a été modérée ces derniers mois, ce qui cadre avec la préférence moins marquée des ménages et des entreprises pour la liquidité. La croissance de l'agrégat au sens large M2+ reste au-dessous de sa moyenne historique, ce qui laisse entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 103 cents €-U. depuis la date d'annonce préalable de mars, ce qui représente une hausse par rapport au chiffre de 100 cents €-U. postulé dans le *Rapport de janvier*. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien s'est apprécié dans une proportion similaire (*Graphique 25*).

Graphique 25 : Le dollar canadien a continué de s'apprécier depuis la parution du Rapport de janvier



Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada
Dernière observation : 8 avril 2011

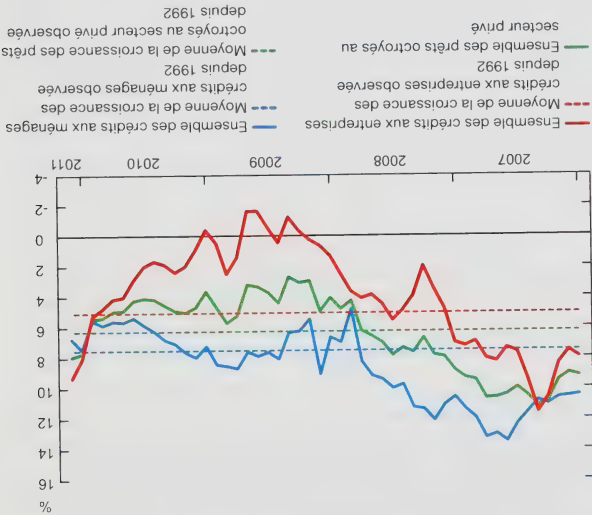
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 103 cents €-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; une vigueur persistante des prix des produits de base non énergétiques; des conditions de crédit favorables à l'échelle internationale.

vigoureuse, ce qui reflète l'amélioration de l'économie mondiale attendue de même que les faibles rendements des obligations d'État. Ainsi, les écarts de crédit sont demeurés restreints, les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont été élevés et l'indice composite S&P/TSX s'est redressé encore davantage. À la faveur des conditions de financement avantagieuses et de la

Graphique 23 : La croissance du crédit aux entreprises s'accélère nettement

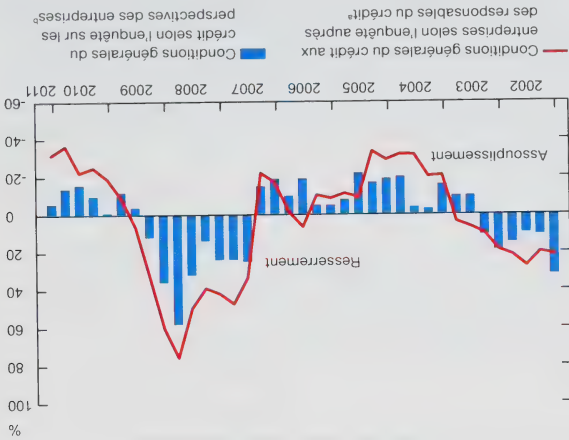
Taux de variation sur trois mois annualisé



Source : Banque du Canada Dernière observation : février 2011

Graphique 24 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au premier trimestre de 2011

Solde des opinions



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada Dernière observation : 2011T1

Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continu-
nient de concorder avec la cible de 2 %. Dans l'ensemble, la Banque
estime que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible

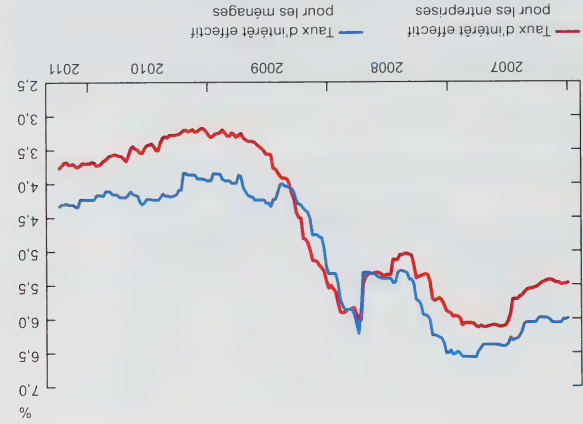
de 2 %.

Les conditions financières au Canada

Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avan-
tagées, et fournissent un soutien continu important à la reprise écono-
mique. Malgré une augmentation modeste dans la dernière année, les coûts
d'emprunt effectifs des ménages et des entreprises demeurent très bas en
regard du passé (**Graphique 22**). La croissance de l'ensemble des prêts
octroyés au secteur privé a récemment dépassé quelque peu sa moyenne
historique, en raison d'une reprise marquée de l'expansion des crédits aux
entreprises (**Graphique 23**).

Les coûts d'emprunt effectifs favorables des ménages sont soutenus par
un bas niveau persistant des coûts de financement des banques. Après un
certain ralentissement en 2010, on a noté au cours des derniers mois une
remontée de la croissance des crédits aux ménages, du fait notamment de
l'activité accrue sur le marché de la vente de maisons.

En plus de pouvoir profiter de coûts d'emprunt effectifs très bas, les entre-
prises canadiennes ont vu leur accès au financement continuer de s'amé-
liorer dans les derniers mois. D'après l'enquête menée par la Banque auprès
des responsables du crédit au premier trimestre de 2011 (voir la rubrique
« Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web
de la Banque) l'intensification de la concurrence que se livrent les établis-
sements de prêt entre eux et de celle exercée par les marchés de capitaux,
conjointement des perspectives économiques, a été à l'ori-
gine d'un nouvel assouplissement des conditions de crédit pour un plus
grand nombre de catégories d'emprunteurs (**Graphique 24**). Les résultats
de la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises semblent
aussi indiquer que les conditions de crédit se sont encore relâchées ces
derniers mois. La demande d'actifs risqués de la part des investisseurs est



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site
http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.
Source : calculs de la Banque du Canada

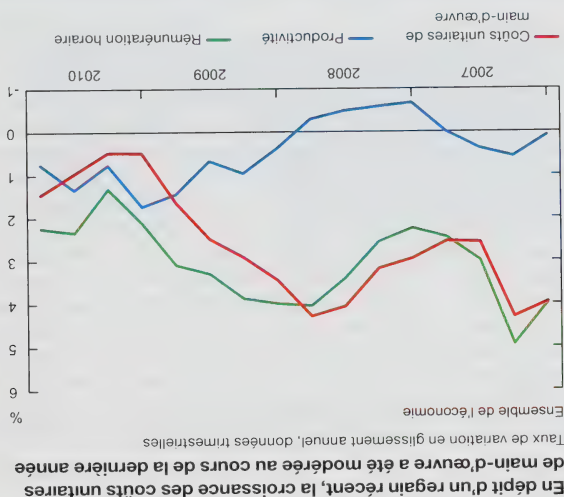
Dernière observation : 8 avril 2011

Les conditions financières au
Canada restent exceptionnellement
avantagées.

La demande d'actifs risqués de la part
des investisseurs est vigoureuse.

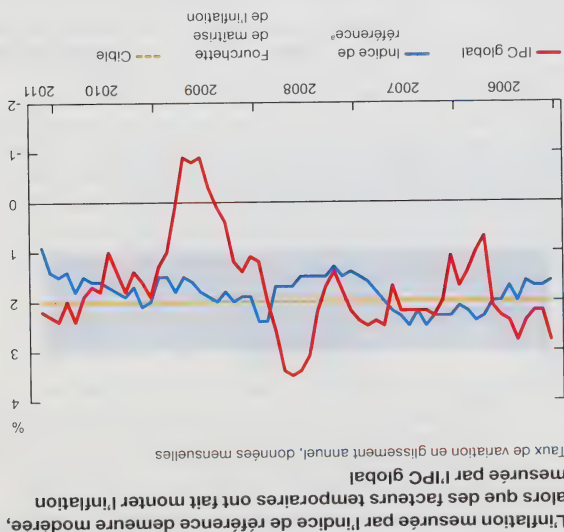
guère varié. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en avril, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait atteindre 2,4 % en 2011 et se situer très près de la cible en 2012 (2,1 %). Les résultats de l'enquête du printemps de la Banque sur les perspectives des entreprises montrent que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation s'étendant de 1 à 3 %, une majorité de firmes estimant maintenant que l'inflation s'établira dans la moitié supérieure de cette fourchette, ce qui cadre avec la hausse rapide qu'ont connue récemment les cours des produits de base.

Source : Statistique Canada
Dernière observation : 2010T4



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

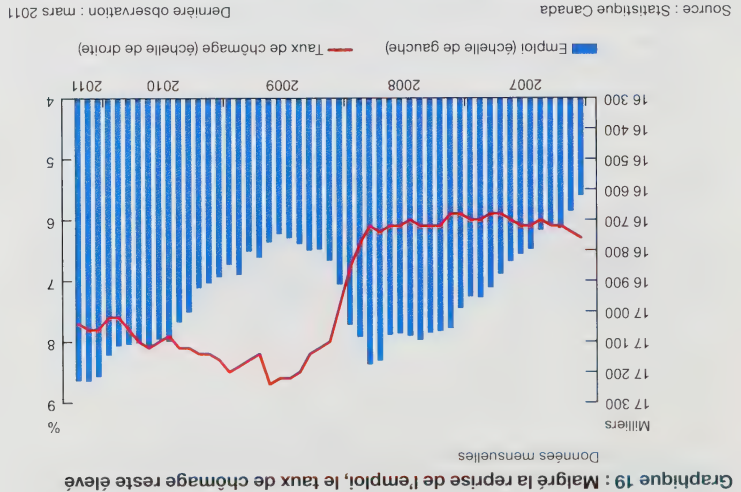
Source : Statistique Canada
Dernière observation : février 2011



La Banque estime que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %.

Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie a continué d'afficher une marge de capacités inutilisées notable au premier trimestre de 2011.

L'inflation sous-jacente est demeurée globalement stable, s'établissant légèrement au-dessus de 1 1/2 %.



Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie a continué d'afficher une marge de capacités inutilisées notable au premier trimestre de 2011 et qu'elle tournerait à environ 1 % en deçà de son plein potentiel, ce qui représente un écart inférieur à ce que la Banque avait projeté en janvier.

L'inflation et la cible de 2 %

Ainsi qu'on s'y attendait, l'inflation mesurée par l'indice de référence a encore fléchi ces derniers mois (Graphique 20). Un certain nombre de facteurs temporaires sont venus tempérer le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence, notamment les effets des majorations inhabituellement élevées des prix des véhicules automobiles et de l'hébergement hôtelier enregistrées il y a un an (associées, dans ce dernier cas, à la tenue des Jeux olympiques de Vancouver), ainsi que les récents rabais accordés sur les prix de l'électricité en Ontario. De plus, il semble qu'une partie des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH ait été repercutée sur les prix à la consommation, abaissant ainsi l'inflation mesurée par l'indice de référence d'environ 0,3 point de pourcentage, conformément à ce qu'avait projeté la Banque. Si l'on fait abstraction de ces facteurs, l'inflation sous-jacente est demeurée globalement stable, s'établissant légèrement au-dessus de 1 1/2 %, en raison de la croissance modérée des coûts unitaires de main-d'œuvre (Graphique 21) et de la hausse du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est située en moyenne à 2,3 % en janvier et février, ce qui correspond à son niveau moyen au quatrième trimestre de 2010. Les effets de l'augmentation des prix mondiaux de l'énergie et des autres produits de base sur l'inflation au Canada ont été atténués par l'appréciation du dollar canadien. L'effet direct de la TVH et des autres modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces qui sont entrées en vigueur depuis juillet 2010 continue également de pousser à la hausse le taux de variation sur douze mois de l'IPC global.

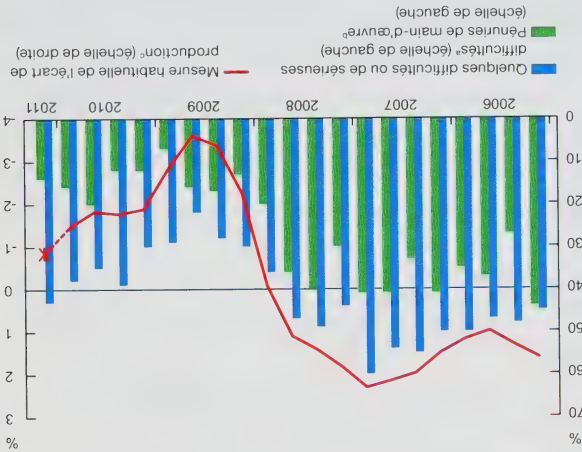
Les mesures des attentes d'inflation à court terme se sont élevées légèrement ces derniers mois, par suite de la montée observée des cours des produits de base, alors que celles des attentes d'inflation à long terme n'ont

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Les perturbations de l'offre survenues après le séisme au Japon devraient réduire la croissance de l'économie canadienne au deuxième trimestre d'environ un demi-point de pourcentage, et cette activité perdue devrait être récupérée aux trimestres suivants (Note technique 1). La croissance des importations s'est montrée volatile, en raison principalement des fluctuations des investissements en stocks, qui, après s'être contractés abruptement au quatrième trimestre de 2010, semblent s'être normalisés au premier trimestre.

Divers indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production révèlent l'existence d'une offre excédentaire persistante au sein de l'économie canadienne. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production indique que la marge de capacités excédentaires s'est resserrée au premier trimestre de 2011, pour se situer à quelque -0,9 % (Graphique 18). Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus au printemps (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) laissent entrevoir une marge de ressources inutilisées de moindre ampleur, la proportion de firmes qui considèrent qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande étant revenue à sa moyenne historique. Le pourcentage d'entreprises ayant déclaré être aux prises avec des pénuries de main-d'œuvre reste toutefois bien en deçà du niveau moyen de l'enquête. Cette situation cadre avec le taux de chômage relativement élevé et le faible nombre moyen d'heures travaillées par semaine, et implique une persistance de l'offre excédentaire sur le marché du travail (Graphique 19).

Graphique 18 : L'économie canadienne continue d'afficher une offre excédentaire notable



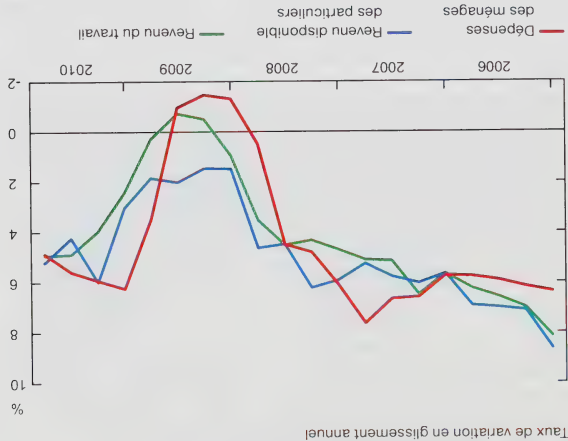
a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2011 (incluée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 4,2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

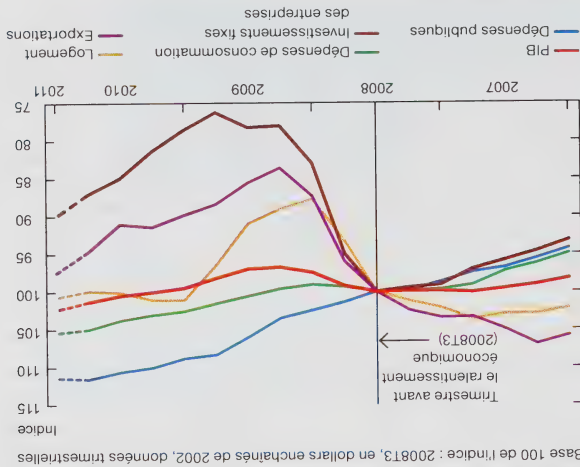
Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T1

Graphique 16 : Le rythme de progression des dépenses des ménages s'est rapproché davantage de celui de leurs revenus



Graphique 17 : Malgré la vive croissance observée ces derniers trimestres, les investissements des entreprises demeurent bien en deçà du sommet atteint avant la récession



Si l'apport des exportations nettes à la croissance au quatrième trimestre s'est révélé plus important qu'on ne le prévoyait en janvier, cette évolution faisait suite à une période de contributions négatives continuellement élevées s'étalant sur une bonne partie de 2009 et de 2010, et les premières observations laissent entrevoir une nouvelle contribution négative au premier trimestre de 2011. Le redressement des exportations au quatrième trimestre a été induit par la hausse des exportations de matières premières, qui tient notamment à des facteurs ponctuels tels que la relance et l'expansion de la capacité pipelinrière. Bien que les exportations de produits manufacturés comme les véhicules automobiles aient augmenté plus récemment,

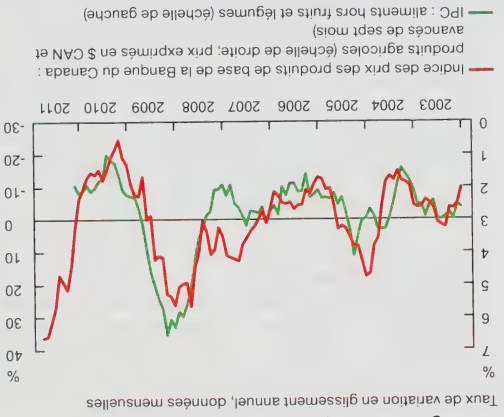
Le redressement des exportations au quatrième trimestre a été induit par la hausse des exportations de matières premières, qui tient notamment à des facteurs ponctuels.

L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne

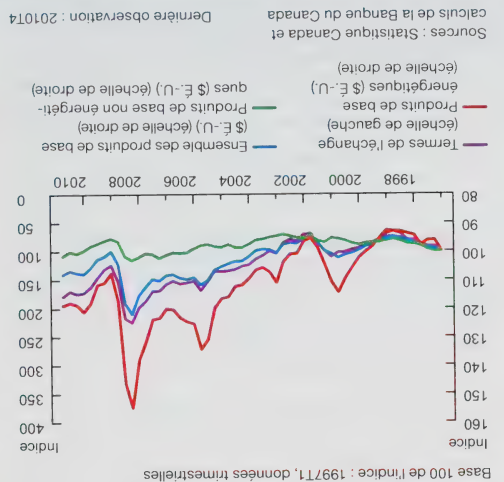
Note technique 2 (suite)

d'activité au pays ne profiteront vraisemblablement pas autant de la situation que lors des booms précédents causés essentiellement par l'expansion de l'économie américaine.

Graphique 2-A : On s'attend à ce que la vive hausse des prix mondiaux des aliments bruts se répercute avec un certain décalage sur la composante aliments de l'IPC



Graphique 2-B : L'évolution des termes de l'échange du Canada a suivi de près celle des cours mondiaux des produits de base



Le régime de changes flottants du Canada permet d'amortir les pressions inflationnistes issues de ces canaux. Le dollar canadien s'apprécie d'ordinaire en réponse à une montée des prix des produits de base, ce qui a pour effet d'abaissier les prix des importations et de contenir l'inflation de façon plus générale.

Il existe un dernier canal, celui de la **demande étrangère**. Son rôle est déterminant puisqu'il peut contrebalancer ou au contraire amplifier celle des autres canaux, selon les facteurs à l'origine de l'ascension des prix des produits de base. Les augmentations qui sont attribuables à la spéculation ou à des perturbations de l'offre (associées à des phénomènes géopolitiques ou à des conditions météorologiques extrêmes, par exemple) poussent les coûts mondiaux de production à la hausse. Comme les principaux partenaires commerciaux du Canada sont des importateurs nets de matières premières, la baisse de leur niveau d'activité déprimera la demande d'exportations canadiennes hors produits de base. Si, à l'opposé, le renchérissement des matières premières résulte d'une intensification de l'activité mondiale qui renforce également leur demande, l'économie canadienne en retirera des avantages additionnels, car la demande d'exportations canadiennes hors produits de base progressera elle aussi.

Les décideurs publics peuvent faire abstraction des chocs d'offre de courte durée et des poussées spéculatives. Par contre, lorsque l'augmentation des prix des matières premières tient à une hausse de la demande mondiale, l'effet net sur le PIB réel du Canada sera bénéfique, et l'incidence sur le taux d'inflation sera généralement plus prononcée. Et plus les exportations du Canada hors produits de base vers les pays responsables de l'essor de la demande mondiale seront élevées, plus cette incidence sera grande.

Bien que l'offre ait récemment été perturbée en raison des désordres géopolitiques et des désastres naturels, et malgré les tensions spéculatives qui à l'occasion ont accentué les mouvements de prix dus aux facteurs fondamentaux, la Banque est d'avis qu'une hausse marquée et soutenue de la demande imputable à une croissance rapide dans les pays émergents est le principal moteur de la dernière envolée des prix des matières premières. Néanmoins, comme seulement 10 % des exportations canadiennes sont destinées aux marchés émergents, les niveaux

L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne

Note technique 2

De fortes hausses persistantes des prix réels des produits de base énergétiques et non énergétiques peuvent se répercuter de façon importante sur l'éco-
nomie canadienne¹. L'ampleur de leur incidence et leurs implications pour la conduite de la politique monétaire dépendent de la nature précise de leurs causes².

Il existe plusieurs canaux par lesquels les prix des produits de base peuvent influer sur l'évolution de l'activité économique et de l'inflation au Canada

(Tableau 2-A).

Le canal direct de l'IPC : Les produits de base font partie du panier de consommation au Canada. Leur

renchérissement a donc une incidence directe sur certaines composantes de l'IPC comme l'essence, le mazout, le gaz naturel, les aliments et les trans-
ports. Étant donné que l'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC, dont plusieurs sont très influencées par les fluctuations des prix des matières premières, une hausse de ces prix touche davantage l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence

(Tableau 2-B)³. Toutefois, l'effet attendu peut mettre du temps à se manifester (Graphique 2-A), et les entreprises peuvent aussi choisir d'absorber une partie de la majoration des coûts en comprimant leurs marges bénéficiaires^{4,5}.

Le canal des termes de l'échange : Comme le Canada est un exportateur net de matières pre-
mières, une montée de leurs prix entraîne un relève-
ment des prix des exportations par rapport à ceux

1 Le secteur des produits de base compte directement pour environ 7 % du PIB du Canada.

2 Un certain nombre d'articles parus ces dernières années dans la *Revue de la Banque du Canada* ont analysé l'incidence des prix des matières premières sur l'économie. Lire par exemple M. Francis, « L'ajustement à l'envoies des prix des produits de base : l'expérience vécue par quatre pays industrialisés » (automne 2006); D. Dupuis et P. Marcell, « Les effets des récents mouvements des prix relatifs sur l'économie canadienne » (automne 2008); et G. Stuber, « Le caractère évolutif de l'incidence des chocs énergétiques sur l'activité économique et sur l'inflation » (été 2007).

3 Contrairement à la mesure de l'inflation fondamentaliste utilisée aux États-Unis et dans d'autres pays, la mesure retenue au Canada (« indice de référence ») inclut la plupart des aliments. 4 Les décalages avec lesquels les mouvements des prix des produits de base font sentir leurs effets sur les composantes de l'IPC s'expliquent par la présence de contrats à long terme et de coûts d'ajustement. 5 L'évolution des prix des produits de base peut aussi avoir des effets de seconde vague sur les salaires et les autres prix si les attentes d'inflation se renforcent. On a cependant observé peu de traces de tels effets au Canada ces vingt dernières années, car les attentes d'inflation sont restées bien ancrées à la cible de 2 %.

Tableau 2-A : L'incidence d'un renchérissement des produits de base sur l'économie canadienne dépend de sa source

Canaux	PIB réel		Inflation	
	Choc d'offre de produits de base	Choc de demande de produits de base	Choc d'offre de produits de base	Choc de demande de produits de base
Canal direct de l'IPC	—	—	↗	↗
Termes de l'échange	↗	↘	↗	↗
Coûts de production	↘	↗	↗	↗
Offre de produits	↗	↗	↗	↗
Demande étrangère	↘	↗	↘	↗
Incidence totale	—	↗	↗	↗

Tableau 2-B : Les composantes aliments et énergie de l'IPC

	Poids dans l'IPC global	Poids dans l'indice de référence ^a
Aliments	17,0	17,6
Énergie	9,4	3,3
Autres biens	27,5	31,6
Autres services ^b	46,1	47,5
Total	100,0	100,0

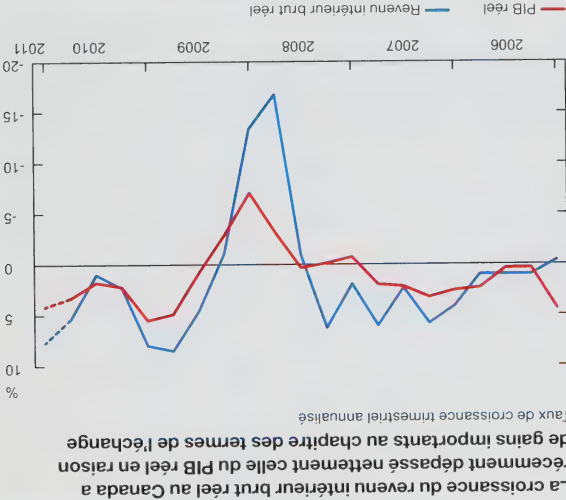
a. L'indice de référence comprend tous les aliments sauf les fruits et légumes. Il inclut un seul produit énergétique : l'électricité.
b. Les repas pris au restaurant sont classés parmi les services.

(suite à la page suivante)

6 Le 18 mars 2011, la période maximale d'amortissement des nouveaux prêts hypothécaires assurés garantis par l'État et dont le ratio prêt-valeur est supérieur à 80 % est passée de 35 à 30 ans. De plus, le montant maximal pouvant être emprunté lors du refinancement d'un prêt hypothécaire est passé de 90 à 85 % de la valeur de l'habitation. Enfin, le 18 avril 2011, l'État cessera d'offrir une garantie d'assurance dans le cas des lignes de crédit garanties par l'habitation telles que les lignes de crédit hypothécaires.

Source : Statistique Canada

Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2011 sont des estimations de la Banque du Canada.



Les investissements fixes des entreprises ont continué de croître à un rythme robuste au cours des derniers trimestres, sous l'impulsion surtout de l'activité dans le secteur primaire. Le niveau estimé des investissements des entreprises au premier trimestre est néanmoins demeuré bien en deçà du sommet atteint avant la récession (Graphique 17).

L'évolution des dépenses des ménages s'est rapprochée de celle de leurs revenus. Au quatrième trimestre, la croissance rapide de la consommation concordait avec la hausse marquée du revenu disponible (Graphique 16), et le taux d'épargne est ainsi resté essentiellement le même, à 4,0 %. Si l'expansion vigoureuse du revenu disponible observée au dernier trimestre de 2010 a été favorisée par l'amélioration du marché du travail, elle a aussi été stimulée, de façon temporaire, par les transferts publics associés à l'en- La Banque estime qu'au premier trimestre, la croissance de la consommation a ralenti parallèlement à celle des revenus, qui s'est modérée, bien que les deux continuent d'être soutenues par la bonification des termes de l'échange et les gains enregistrés au chapitre de l'avoir net des ménages. Dans ce contexte, l'investissement résidentiel s'est maintenu à un niveau élevé ces derniers trimestres, quoique la reprise estimée de l'activité au premier trimestre puisse s'expliquer en partie par un devancement des dépenses lié aux modifications apportées aux règles relatives à l'assurance hypothécaire.

L'évolution des dépenses des ménages s'est rapprochée de celle de leurs revenus.

Cette remontée s'est avérée plus forte qu'on ne l'envisionnait en janvier, en raison du raffermissement des exportations et de la consommation. La progression des cours des produits de base s'est traduite par une nette amélioration des termes de l'échange du Canada, ce qui a donné lieu à un vif regain de croissance du revenu intérieur brut réel (Graphique 15 et Note technique 2).

L'activité économique au Canada a été plus forte au cours des derniers trimestres que la Banque ne l'avait prévu dans le *Rapport* de janvier. Le rythme de croissance devrait être plus modeste dans la période à venir, compte tenu des grandes forces économiques évoquées en janvier. Le rééquilibrage attendu de la demande globale au Canada s'est amorcé, l'investissement progressant à un rythme vigoureux et la contribution des dépenses publiques à la croissance étant appelée à disparaître progressivement. Les dépenses des ménages ont affiché un dynamisme plus important qu'escamoté ces derniers trimestres. La Banque reste d'avis que l'expansion de la consommation et de l'investissement résidentiel se tassera durant la période de projection, bien que les effets favorables du renforcement des termes de l'échange sur les revenus et sur la richesse laissent entrevoir un profil d'évolution légèrement plus solide que celui qui avait d'abord été envisagé. L'amélioration des exportations nettes anticipée en janvier s'est produite plus rapidement que prévu, mais toute nouvelle hausse sera probablement limitée du fait de la vigueur persistante du dollar canadien et du profil de croissance de l'économie américaine un peu plus modeste que projeté.

Même si l'inflation sous-jacente est modérée, un certain nombre de facteurs temporaires feront grimper l'inflation mesurée par l'IPC global à 3 % environ au deuxième trimestre de 2011, avant que cette dernière ne converge à la cible de 2 % au milieu de 2012. Cette volatilité à court terme tient à l'incidence des fortes augmentations des prix de l'énergie survenues dernièrement, ainsi qu'aux changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces, qui continuent à pousser l'inflation à la hausse. L'inflation mesurée par l'indice de référence a continué à reculer ces derniers mois, en partie sous l'effet de facteurs transitoires. On s'attend à ce qu'elle remonte graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe lentement, que la progression de la rémunération du travail demeure modeste, que la productivité s'améliore et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires à notre économie doit faire face, ce qui des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.

L'évolution récente L'activité économique

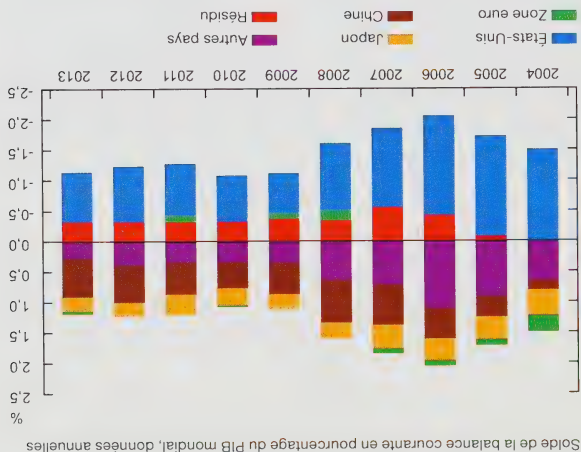
Le PIB réel du Canada a cru à un taux annuelisé de 3,3 % au quatrième trimestre de 2010 et, selon les estimations, son rythme d'expansion se serait encore accéléré pour atteindre 4,2 % au premier trimestre de 2011.

L'activité économique au Canada a été plus forte au cours des derniers trimestres que la Banque ne l'avait prévu dans le *Rapport* de janvier.

Le rééquilibrage attendu de la demande globale au Canada s'est amorcé.

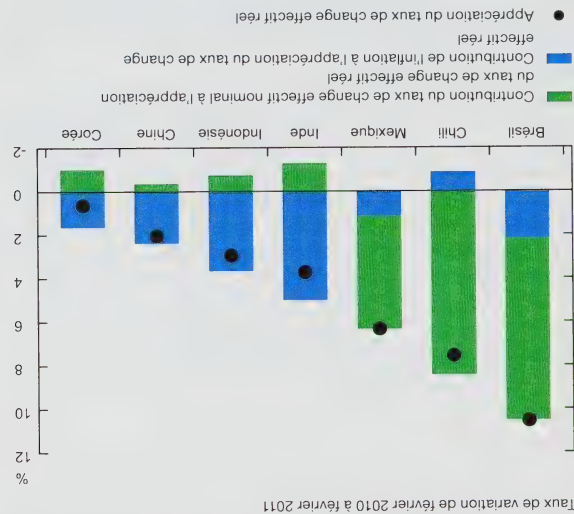
La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face.

Graphique 13 : Les déséquilibres mondiaux devraient demeurer considérables jusqu'en 2013



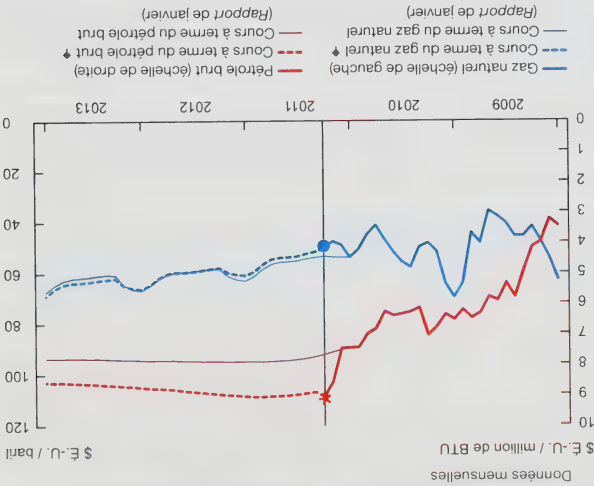
Nota : Le résidu correspond à l'erreur statistique et a été maintenu à sa dernière valeur historique tout au long de la période de projection.
Sources : Fonds monétaire international et projections de la Banque du Canada

Graphique 14 : La hausse des taux d'inflation dans certaines économies d'Asie contribue à l'appréciation de leurs taux de change effectifs réels



Source : Banque des Réglements internationaux

Graphique 12 : Les prix du pétrole ne devraient pas beaucoup varier, mais ceux du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2013



contribue à limiter l'augmentation des prix. Les cours des produits de base non énergétiques devraient monter quelque peu jusqu'à la fin de 2011, ce qui tient aux effets persistants du resserrement de l'offre sur les prix des métaux et des produits agricoles. Par la suite, ils devraient se replier en raison d'une hausse graduelle de la production de métaux, d'un retour à la normale des récoltes et d'une certaine décélération de la demande en provenance des économies émergentes.

Le scénario de référence de la Banque donne à penser que les importants déséquilibres mondiaux perdureront jusqu'à la fin de 2013 (Graphique 13). Même si les mesures prises par les autorités de certains pays émergents pour limiter l'appréciation de leurs taux de change nominaux retarderont la résolution de ces déséquilibres, la montée des taux d'inflation dans certains Aux États-Unis, l'assainissement anticipé des finances publiques devrait se traduire par une augmentation de l'épargne nationale, mais l'incidence négative du renchérissement du pétrole sur les termes de l'échange devrait retarder le redressement du compte courant. Par contraste, les prix élevés des produits de base devraient renforcer les comptes courants des pays producteurs de matières premières, qui collectivement affichent déjà un compte courant nettement excédentaire.

Le scénario de référence de la Banque donne à penser que les importants déséquilibres mondiaux perdureront jusqu'à la fin de 2013.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2010	2011	2012	2013
États-Unis	20	2,9 (2,9)	3,0 (3,3)	3,2 (3,2)	3,3
	15	1,1 (1,7)	1,8 (1,5)	1,1 (1,5)	2,3
	6	4,0 (4,3)	0,8 (1,4)	2,6 (2,1)	2,5
	13	10,3 (10,4)	9,3 (9,3)	8,6 (8,8)	8,1
	46	5,5 (5,7)	4,3 (4,0)	3,8 (3,8)	3,6
Autres pays					
Ensemble du monde	100	4,9 (5,0)	4,1 (4,0)	3,9 (3,9)	3,9

- a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en partie des pouvoirs d'achat pour 2009. Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2010.
- b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2011 du Rapport sur la politique monétaire. Source : Banque du Canada.
- c. Le taux de croissance du PIB japonais pour 2010 est plus faible que celui projeté dans le Rapport de janvier en raison de révisions apportées aux données relatives aux trois premiers trimestres de l'année en question.

tremblement de terre. Dans ses plus récentes projections, la Banque a révisé à la baisse le taux d'expansion de l'économie japonaise pour 2011, établissant celui-ci à 0,8 %. En 2012 et en 2013, la croissance devrait reprendre, à faveur des efforts de reconstruction et du raffermissement graduel de la demande privée, soutenu par l'amélioration des conditions sur le marché du travail.

En Chine, la poursuite du resserrement monétaire et du crédit ainsi que la hausse des prix des produits de base ralentiront vraisemblablement le rythme d'expansion d'ici la fin de 2013. La Banque prévoit un faible déplacement de la demande intérieure allant de l'investissement vers la consommation, facilité par l'adoption de nouvelles mesures de politique structurelle qui devraient amoindrir la nécessité d'accumuler une épargne de précaution⁵. Elle s'attend à ce que le rythme de progression des exportations nettes diminue au cours de la période de projection en raison de l'appréciation du taux de change réel effectif de la monnaie chinoise.

La croissance au sein des autres économies émergentes devrait aussi ralentir jusqu'à la fin de 2013, compte tenu de la légère modération de l'activité en Chine, du retrait des stimulants budgétaires mis en place durant la récession, du resserrement de la politique monétaire en réponse à la montée des tensions inflationnistes et de la modeste appréciation prévue de leurs taux de change réels.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada devrait rester supérieur aux niveaux escomptés dans le Rapport de janvier, à cause de la poussée des prix du pétrole et des produits de base non énergétiques. Selon les courbes les plus récentes des cours à terme, les prix du pétrole West Texas Intermediat (WTI) devraient se maintenir aux alentours de 103 à 109 dollars £-U. (Graphique 12). Les prix du gaz naturel, comme l'illustre la courbe la plus récente des cours à terme, devraient augmenter modestement sous l'effet d'un déplacement de la demande du pétrole vers d'autres sources d'énergie. Durant la période projetée, ces prix devraient toutefois demeurer à un bas niveau, comparativement à leur relation passée avec les prix du pétrole, car l'offre excédentaire attribuable à l'exploitation du gaz de schiste

5 Dans le Rapport d'activité du gouvernement chinois de 2011, les autorités du pays indiquent qu'elles augmentent considérablement leurs dépenses au titre du logement public, des soins de santé publics, de la réforme de l'éducation et de la sécurité sociale.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada devrait rester supérieur aux niveaux escomptés dans le Rapport de janvier.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme soutenu d'ici la fin de 2013, essentiellement comme prévu dans le *Rapport de janvier* (**Tableau 1**). On s'attend à ce que la demande intérieure privée dans les économies avancées enregistre une croissance plus généralisée au cours de la période projetée. La demande robuste des économies émergentes favorise la vigueur sous-jacente des cours des produits de base, laquelle est amplifiée par les chocs d'offre découlant de l'évolution récente de la situation géopolitique. Ces augmentations de prix, conjuguées à la demande excédentaire persistante dans les grandes économies émergentes, contribuent à l'appartition de pressions inflationnistes plus généralisées dans le monde.

Le PIB réel américain devrait croître d'environ 3 % jusqu'à la fin de 2013, affichant ainsi un profil de croissance légèrement inférieur à celui postulé dans le *Rapport* de janvier. Un raffermissement et un élargissement progressifs de la demande privée devraient soutenir l'expansion économique aux États-Unis durant la période de projection. Le renchérissement de l'énergie devrait atténuer légèrement le rythme de progression des dépenses des ménages. La politique budgétaire restera un important moteur de la croissance en 2011, mais elle aura un effet modérateur, au total, en 2012 lorsque l'assainissement des finances publiques se concrétisera.

Une amélioration graduelle des conditions sur les marchés du travail devrait favoriser la progression de la consommation aux États-Unis pendant la période projetée, même si cette progression devrait être freinée par la hausse des prix du pétrole et la reconstruction des bilans des ménages qui est en cours. Les réductions d'impôt temporaires annoncées à la fin de l'année dernière vont aussi stimuler fortement la consommation en 2011. Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient s'accroître solidement jusqu'à la fin de 2013, à la faveur du faible coût du capital, de la bonne santé financière des entreprises et de l'amélioration globale de la conjoncture économique. Par contraste, on n'anticipe qu'un redressement modeste des mises en chantier dans les secteurs résidentiel et non résidentiel au cours de la période de projection.

Outre la reprise soutenue de la demande privée, les exportations nettes devraient alimenter de plus en plus la croissance économique aux États-Unis durant la période projetée, grâce à la vigueur de la demande extérieure de biens et de services américains.

Dans la zone euro, le taux d'accroissement du PIB réel devrait avoisiner 1,8 % en moyenne annuelle tout au long de 2011 et de 2012. La Banque prévoit que la progression de la demande intérieure sera bridée par les effets de l'assainissement budgétaire, les préoccupations persistantes à propos des finances publiques des pays périphériques et le renchérissement du pétrole. Toutefois, les exportations nettes devraient continuer grandement à grimper de 2,3 %, alors que l'effet négatif important des mesures d'austérité budgétaire commencera à se résorber.

La croissance au Japon devrait ralentir de façon marquée en 2011, par suite du retrait des mesures de relance budgétaire, de l'appréciation antérieure du yen et du recul de la production découlant des dommages causés par le

4 Comme il est d'usage dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la période de projection a été prolongée d'une année, soit jusqu'en 2013 dans ce cas-ci.

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme soutenu d'ici la fin de 2013.

Le PIB réel américain devrait croître d'environ 3 % jusqu'à la fin de 2013.

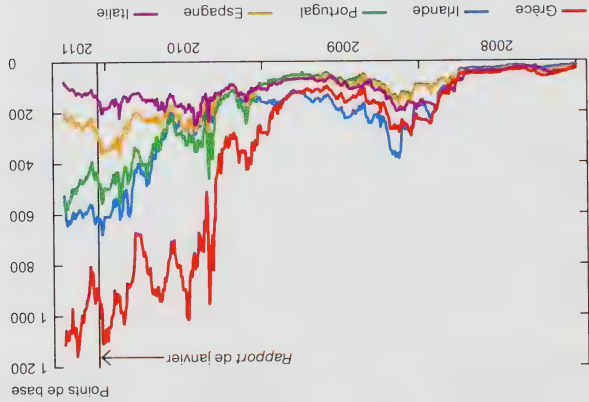
Dans la zone euro, le taux d'accroissement du PIB réel devrait avoisiner 1,8 % tout au long de 2011 et de 2012.

La croissance au Japon devrait ralentir de façon marquée en 2011.

La monnaie de bon nombre de pays émergents a subi de fortes pressions à la hausse en raison du dynamisme de leur économie et de la présence d'écarts positifs entre leurs taux d'intérêt par rapport aux économies avancées. L'ajustement des taux de change réels qui s'impose est toutefois retardé par le recours croissant aux interventions et aux restrictions sur les mouvements de capitaux.

Graphique 10 : On observe une différenciation croissante sur les marchés

européens des titres d'emprunteurs souverains
Écarts sur les swaps sur défaillance à cinq ans relatifs aux titres d'emprunteurs souverains, données quotidiennes

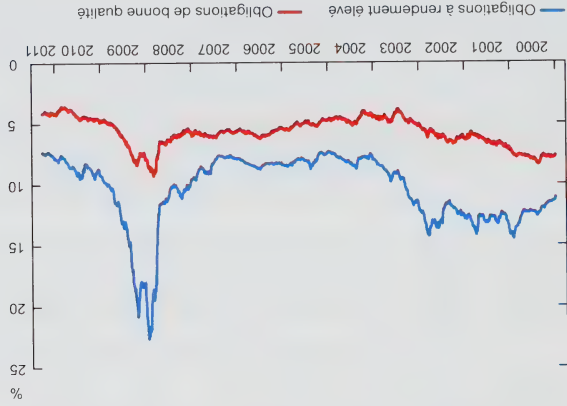


Source : Markit

Dernière observation : 8 avril 2011

Graphique 11 : Les rendements des obligations de sociétés sont à des niveaux historiquement bas, du fait de la vigueur soutenue de la demande

des investisseurs
Rendements des obligations de sociétés émises en \$.-U., données quotidiennes



Source : Bank of America Merrill Lynch

Dernière observation : 8 avril 2011

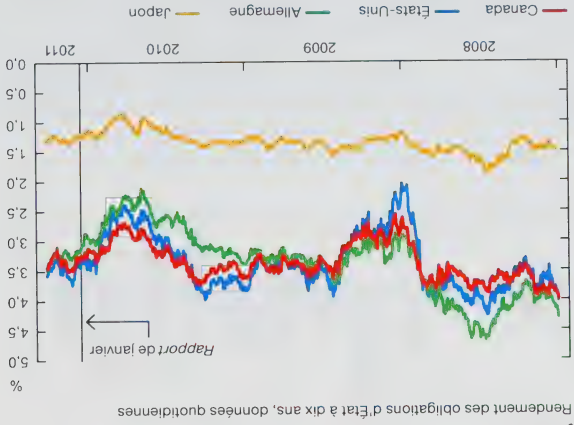
L'évolution des marchés financiers mondiaux

sous-jacentes modérées (**Graphique 8**). Toutefois, étant donné les répercussions du renchérissement des produits de base, les autorités de certains pays avancés sont maintenant confrontées au défi posé par la montée de l'inflation globale à un moment où les taux de chômage restent élevés et où les capacités inutilisées persistent.

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux sont toujours très favorables.

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux sont toujours très favorables, même si la volatilité s'est accrue récemment. Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées n'ont guère varié par rapport aux niveaux auxquels ils s'établissaient lors de la parution du *Rapport de janvier* et restent très bas en regard du passé (**Graphique 9**). Les inquiétudes entourant les répercussions possibles des tensions grandissantes en Afrique du Nord et au Moyen-Orient ainsi que l'incidence du tremblement de terre et de la crise nucléaire au Japon ont été compensées par un optimisme accru quant aux perspectives de croissance dans le monde et par l'amélioration de la confiance des investisseurs. Cependant, les préoccupations persistent quant aux niveaux d'endettement élevés de certains pays souverains d'Europe et à l'état de leurs secteurs bancaires. On observe une différenciation croissante sur les marchés européens des titres d'emprunt, puisque dans les faits on en interdit l'accès à certains emprunteurs (**Graphique 10**). Jusqu'à maintenant, il y a eu peu de retombées dans d'autres pays d'Europe. Les marchés du crédit aux entreprises dans les économies avancées continuent à afficher une forte demande, les écarts de crédit se rétrécissant davantage et l'émission d'obligations de sociétés atteignant de nouveaux sommets. Les taux d'intérêt sur les obligations de sociétés à rendement élevé émis en dollars E.-U. se situent actuellement à un plancher historique, du fait de la demande robuste et d'un renforcement de l'appétit des investisseurs pour le risque (**Graphique 11**). Les cours des actions ont aussi grimpé dans les pays avancés depuis la publication du *Rapport de janvier* et, dans certains cas, ils ont dépassé des sommets antérieurs, mais ils n'ont pratiquement pas bougé dans les économies émergentes.

Graphique 9 : Les rendements des obligations d'État des grandes économies avancées n'ont guère varié depuis la parution du *Rapport de janvier*



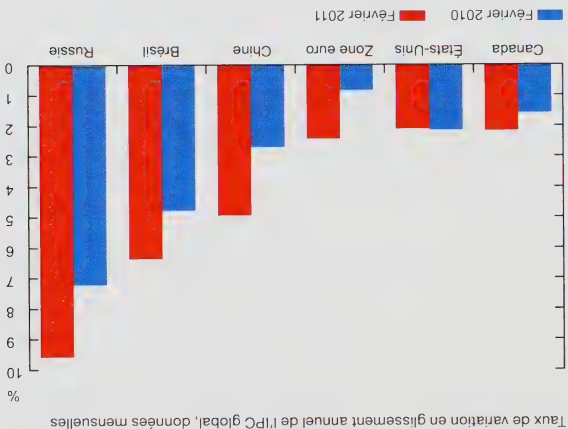
Source : Bloomberg

Dernière observation : 8 avril 2011

de la demande excédentaire observée³. Même si les autorités de nombreux pays émergents ont réagi en relevant les taux d'intérêt et en appliquant d'autres mesures restrictives, la politique monétaire de beaucoup de ces pays demeure très expansionniste. Dans la plupart des économies avancées, les taux directeurs se situent toujours à leurs creux historiques ou près de ceux-ci, à cause de l'offre excédentaire et des tensions inflationnistes

La politique monétaire de nombreux pays émergents demeure très expansionniste.

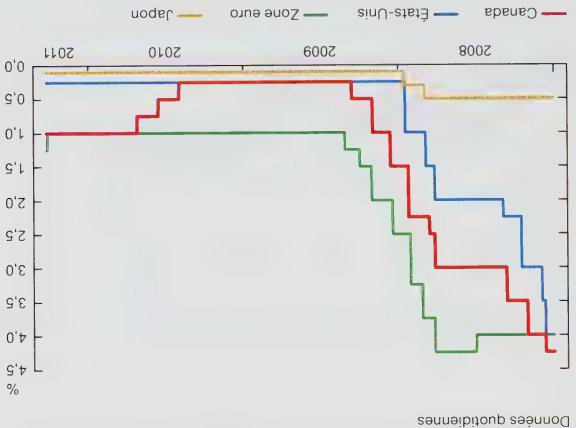
Graphique 7 : La montée des cours des matières premières exerce des pressions à la hausse sur l'inflation globale



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des Etats-Unis, Eurostat, Banque populaire de Chine, Institut brésilien de géographie et de statistiques et Service fédéral des statistiques d'Etat de Russie (ex-Goskomstat)

Dernière observation : février 2011

Graphique 8 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques ou les avoient dans la plupart des économies avancées



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des Etats-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des Etats-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

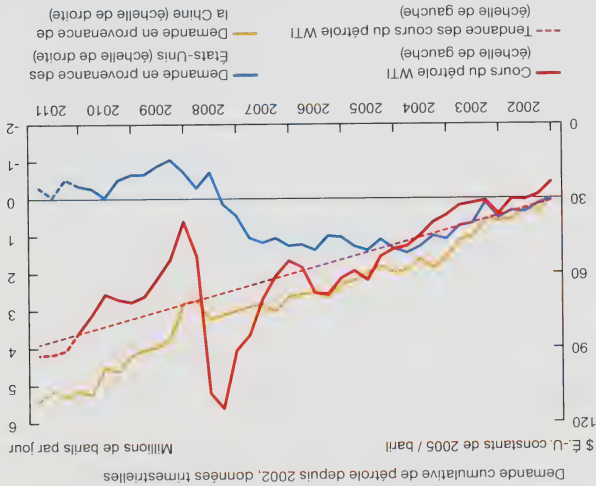
Dernière observation : 8 avril 2011

3 La proportion de produits alimentaires dans le panier de l'IPC est de 17 % au Canada, de 14 % aux Etats-Unis, de 23 % dans la zone euro, de 30 % au Mexique, de 32 % en Chine et de 38 % en Russie.

Les économies émergentes ont vu les pressions inflationnistes se développer particulièrement rapidement.

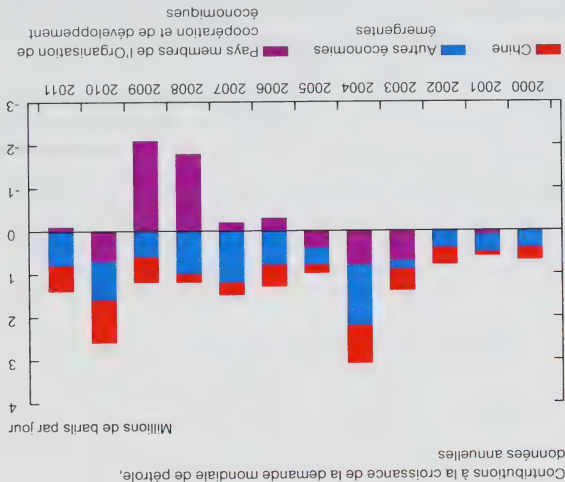
La montée des cours des produits de base a fait augmenter l'inflation globale dans les pays avancés et émergents (Graphique 7). Ces effets devraient persister en 2011. Les économies émergentes ont vu les pressions inflationnantes se développer particulièrement rapidement en raison de la proportion importante de produits alimentaires dans le panier de leur IPC, de leurs processus de production à forte intensité énergétique et, plus généralement,

Graphique 5 : La demande en provenance de la Chine a une incidence marquée sur les prix du pétrole



Sources : Agence internationale de l'énergie, Fonds monétaire international et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Graphique 6 : Les économies émergentes tirent la croissance de la demande mondiale de pétrole



données annuelles
Contributions à la croissance de la demande mondiale de pétrole.

Nota : Les données pour 2011 reflètent les prévisions de l'Agence internationale de l'énergie. Les membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques sont des pays avancés.
Source : Agence internationale de l'énergie

Graphique 4 : Les cours mondiaux des produits de base sont élevés

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



Nota : Les valeurs pour avril 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 8 avril 2011.
Source : Banque du Canada

appréhensions à l'égard de la hausse des prix des propriétés et de la liquidité excessive grandissent. Les autorités ont pris des mesures additionnelles au cours des trois derniers mois afin de tenter d'éliminer ces pressions sur les prix. Elles ont augmenté le taux des réserves obligatoires des institutions financières de 100 points de base au total, l'amenant à 20 % pour les grandes institutions, et ont relevé le taux de référence des dépôts à un an de 50 points de base pour le porter à 3,25 %. Toutefois, avec un taux d'inflation avoisinant 5 % en glissement annuel, les taux d'intérêt réels en Chine sont toujours négatifs. Le crédit s'accroît à un taux annuelisé de près de 20 %.

Les cours des produits de base à l'échelle mondiale sont élevés, propulsés par une demande vigoureuse et une série de chocs d'offre (Graphique 4). Les prix de 18 des 23 principales composantes de l'indice des prix des produits de base (IFPB) de la Banque du Canada sont supérieurs à leurs moyennes de longue période en termes réels. Les cours du pétrole brut ont bondi sous l'effet des troubles en Afrique du Nord et au Moyen-Orient et les prix de nombreux produits non énergétiques ont atteint des niveaux records. Le gros de la demande accrue de produits énergétiques ces dernières années émane des économies émergentes, surtout celles d'Asie (Graphique 5 et Graphique 6). Les prix des produits agricoles ont également été poussés à la hausse par la forte demande en provenance des pays émergents d'Asie et, plus récemment, par des conditions climatiques défavorables qui les ont portés à de nouveaux sommets. Les cours des métaux avoisinent également des sommets inégaux, sous l'influence de la demande robuste de la Chine et du manque de capacités de production dans l'industrie de l'extraction minière à l'échelle du globe.

- 1 À la fin de janvier, les autorités chinoises ont aussi annoncé une troisième série de mesures de restriction visant le secteur de l'immobilier.
- 2 Les prix de certaines matières premières produites au Canada n'ont pas cru si fortement. Les cours du gaz naturel, qui sont déterminés sur le marché régional nord-américain plutôt que sur le marché mondial, ont reculé de quelque 10 % depuis la parution du *Rapport* de janvier, ce qui annule en partie la vive augmentation temporaire des derniers mois provoquée par des froids inhabituels pour la saison.

Le séisme qui a frappé la côte nord-est du Japon le 11 mars 2011 a provoqué un tsunami, qui a laissé derrière lui des milliers de morts et de personnes grièvement blessées et causé des dégâts sans précédent aux maisons et infrastructures. D'autre part, les pannes de courant, les perturbations dans les transports et les fuites radioactives de la centrale nucléaire de Fukushima-Daiichi ont eu une incidence désastreuse sur l'économie de la région ainsi que des répercussions importantes dans le reste du pays.

On estime actuellement que le coût des dommages matériels pourrait être de l'ordre de 4 à 6 % du PIB du Japon. L'ampleur de la deuxième vague d'effets économiques est par contre beaucoup plus difficile à quantifier. Des incertitudes subsistent. En premier lieu, la perte des capacités de production électrique a conduit à la mise en œuvre de délestages alternés à travers l'archipel. D'après les estimations, plusieurs mois pourraient s'écouler avant un rétablissement complet de l'alimentation en énergie, ce qui aurait d'ici là des conséquences néfastes pour les secteurs industriels et les ménages. Ensuite, certaines usines situées dans la région atteinte par le tremblement de terre fabriquent des composants spécialisés tels que des pièces automobiles, de l'équipement électrique ou du matériel de télécommunication. En l'absence d'autres sources sûres d'approvisionnement, la production ou les ventes à l'étranger subit peut-être des contrecoups, vu l'importance des chaînes d'approvisionnement internationales. Enfin, la situation à la centrale nucléaire reste précaire.

La Banque du Japon a injecté d'énormes liquidités afin de soutenir le fonctionnement du système financier après le séisme et a annoncé des mesures d'assouplissement monétaire supplémentaires pour un montant total de 22 billions de yens, soit à peu près 5 % du PIB du pays. De nouvelles initiatives budgétaires stimuleront l'économie et financeront la reconstruction. En outre, à la demande des autorités nippones, les

deux premiers mois de 2011, avant que les perturbations provoquées par les récents événements n'entraînent des pertes de production massives, qui perdureront dans les prochains trimestres (Note technique 1).

En Chine, l'expansion économique a continué de dépasser les attentes et des signes de surchauffe se manifestent. Les pressions inflationnistes s'intensifient, les investissements dans l'immobilier sont inhabituellement élevés et les pays du G7 sont intervenus de concert sur le marché des changes, le 18 mars, pour réagir aux mouvements désordonnés du yen ainsi qu'à une volatilité excessive, et prévenir des conséquences négatives sur la stabilité économique et financière. Les conditions financières se sont depuis stabilisées.

La catastrophe sur l'archipel nippon touche d'autres économies par le biais des liens commerciaux et financiers, de même que par ses effets sur les prix des matières premières. Le Japon est la troisième économie du monde¹. Depuis le tremblement de terre, des fabricants automobiles au Canada (et ailleurs) ont du mal à s'approvisionner et ont réduit la production et les heures de travail dans les usines de montage². Ces difficultés devraient réduire le rythme d'expansion de l'économie canadienne d'environ un demi-point de pourcentage au deuxième trimestre, mais l'activité perdue sera probablement récupérée dans les trimestres qui suivront (Tableau 3). À plus long terme, les efforts de reconstruction, une fois lancés, stimuleront la croissance au Japon et la demande mondiale de produits de base. La Banque est donc d'avis que les incidences du séisme sur l'économie mondiale seront plutôt limitées pour l'instant, semblable de l'année.

De grandes incertitudes demeurent tout de même. La perturbation des chaînes d'approvisionnement internationales pourrait s'avérer plus grave que ne le laissent présager les premières estimations si les coupures d'électricité persistent ou si des retards surviennent dans la réparation des infrastructures du pays. La Banque suivra de près la situation ces prochains mois.

1 Le Japon représente environ 6 % de l'économie du globe.

2 Par exemple, le 30 mars dernier, Honda a annoncé qu'elle passerait sa production quotidienne au Canada de quelque 700 véhicules à 300 véhicules pour s'adapter à la pénurie de pièces en provenance du Japon.

Les facteurs économiques fondamentaux dans les pays périphériques de la zone euro sont toujours beaucoup plus faibles que dans les économies du cœur de l'Europe.

les économies du cœur de l'Europe, qui tiennent au raffermissement de la demande intérieure et à la poursuite du vif essor des exportations. Les facteurs économiques fondamentaux dans les pays périphériques sont toujours beaucoup plus faibles que dans les économies du cœur de l'Europe, étant donné l'effet modérateur plus marqué exercé par les mesures d'austérité budgétaire et les préoccupations persistantes entourant les niveaux d'endettement des pays souverains et la situation financière des banques. En Allemagne, le taux de chômage se situe à son niveau le plus bas enregistré au cours des deux dernières décennies, alors qu'en Espagne et en Grèce, il atteint ou frôle des sommets historiques.

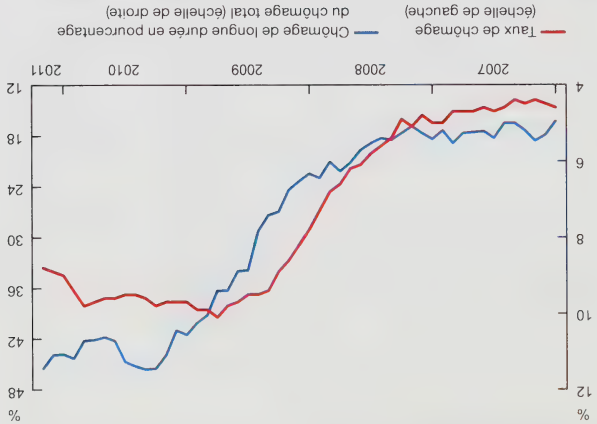
Au Japon, le PIB réel a reculé au quatrième trimestre de 2010, en partie à cause du retrait des incitatifs fiscaux. La croissance avait repris pendant les

Source : Réserve fédérale des États-Unis
Dernière observation : 2010T4



Graphique 3 : La situation financière des ménages aux États-Unis s'est améliorée

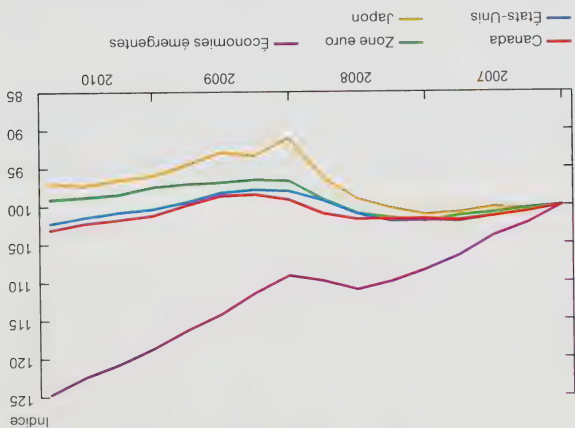
Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis
Dernière observation : mars 2011



Graphique 2 : Le chômage de longue durée demeure élevé aux États-Unis

Graphique 1 : Les économies émergentes continuent d'être le moteur de la croissance mondiale

PIB réel, base 100 de l'indice : 2007T1, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et Fonds monétaire international. Dernière observation : 2010T4

Le PIB réel des États-Unis a crû de 3,1 % au quatrième trimestre de 2010. Ce résultat inférieur à ce qui était prévu dans le *Rapport* de janvier découle d'un apport nettement moindre des stocks. La progression du PIB réel semble avoir décéléré au premier trimestre, en raison principalement de l'affaiblissement de la croissance de la consommation. Malgré les améliorations observées récemment sur le marché du travail, le niveau d'emploi est bien en deçà de son sommet précédent et le taux de chômage à long terme se situe à des sommets historiques (**Graphique 2**).

Depuis le début de l'année, la consommation aux États-Unis a été soutenue par les stimulants budgétaires et des bilans plus favorables. Les ménages ont vu leurs conditions d'octroi de prêts s'améliorer, les coûts du service de leur dette ont baissé et la hausse des cours des actions a alimenté leur richesse (**Graphique 3**). Leurs taux d'épargne sont restés élevés, ce qui cadre avec la nécessité de poursuivre leurs efforts pour réduire leur levier d'endettement et assainir leurs bilans.

Le marché du logement aux États-Unis est confronté à des difficultés aiguës. La demande demeure très faible, étant restreinte par la morosité du marché du travail et par la vive incertitude entourant les prix futurs de l'immobilier. Le secteur de la construction non résidentielle a aussi été atone. La progression de l'activité économique aux États-Unis a été favorisée par la forte expansion continue des investissements en machines et matériel et par une remontée des exportations. Les investissements en équipement et en logiciels ont été soutenus par la situation financière solide des entreprises et par l'amélioration des conditions de financement sur le marché, alors que la vigueur des exportations s'explique par le redressement de la demande mondiale, une dépréciation du dollar américain et une croissance robuste de la productivité.

Dans la zone euro, le PIB réel a progressé à un rythme modeste au quatrième trimestre de 2010 en raison du mauvais temps qui a perturbé les activités dans le secteur de la construction. Les indicateurs pour le premier trimestre laissent entrevoir un redressement de la croissance, particulièrement dans

La consommation aux États-Unis a été soutenue par les stimulants budgétaires et des bilans plus favorables.

La reprise économique mondiale s'entraine plus solidement et évolue essentiellement comme la Banque l'entrevoit dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier. Dans les pays avancés, le relais de la demande publique à la demande privée se déroule progressivement, alors que la croissance dans les économies émergentes demeure robuste. Les cours des produits de base ont bondi depuis l'automne sous l'impulsion de la demande vigoureuse, surtout celle en provenance des pays émergents d'Asie, et ont été poussés davantage à la hausse récemment par une série de perturbations de l'offre et par l'évolution de la situation géopolitique. L'accroissement des prix des aliments et de l'énergie, conjugué à une demande excédentaire persistante, a pour effet d'exacerber les pressions inflationnistes déjà élevées dans plusieurs économies émergentes.

Les conditions financières sont restées très favorables à l'échelle du globe et les investisseurs sont devenus nettement moins rétractaires au risque, malgré les défis importants qui entachent les perspectives économiques mondiales. Les efforts déployés actuellement pour assainir les bilans des ménages, des banques et des pays souverains continuent à freiner la croissance dans bon nombre de pays avancés, et la montée des cours des produits de base fait augmenter l'inflation globale dans ces pays à un moment où la reprise a toujours besoin d'un soutien considérable de la part des autorités. Même si les économies du cœur de l'Europe ont affiché une tenue légèrement meilleure que prévu, certains pays périphériques sont confrontés à de graves vulnérabilités touchant leur secteur bancaire et leur dette souveraine qui pourraient avoir des retombées plus larges en Europe. Les tensions géopolitiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient et l'évolution de la situation au Japon à la suite du tremblement de terre dévastateur survenu le 11 mars contribuent également à l'incertitude sur la scène mondiale.

L'évolution récente

L'évolution observée depuis la parution du *Rapport* de janvier donne à penser que la demande se raffermirait dans les grands pays avancés et que la croissance demeurerait robuste dans les économies émergentes. Aux États-Unis, le PIB réel a dépassé son niveau d'avant la crise à la faveur du maintien de la détente monétaire et budgétaire. L'activité s'est également accélérée dans la zone euro. Au Japon, les indicateurs économiques étaient relativement solides avant que le tremblement de terre au Tohoku ne provoque des dommages énormes et des perturbations majeures au sein de l'économie. Les pays émergents restent les principaux moteurs de la croissance mondiale

(Graphique 1).

La reprise économique mondiale s'entraine plus solidement.

Les cours des produits de base ont bondi depuis l'automne sous l'impulsion de la demande vigoureuse, surtout celle en provenance des pays émergents d'Asie.

Même si l'inflation sous-jacente est modérée, un certain nombre de facteurs temporaires feront grimper l'inflation mesurée par l'IPC global à 3 % environ au deuxième trimestre de 2011, avant que cette dernière ne converge à la cible de 2 % au milieu de 2012. Cette volatilité à court terme tient à l'incidence des fortes augmentations des prix de l'énergie survenues dernièrement, ainsi qu'aux changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces, qui continuent à pousser l'inflation à la hausse. L'inflation mesurée par l'indice de référence a continué à reculer ces derniers mois, en partie sous l'effet de facteurs transitoires. On s'attend à ce qu'elle remonte graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe lentement, que la progression de la rémunération du travail demeure modeste, que la productivité s'améliore et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face, ce qui exercerait des pressions à la baisse additionnelles sur l'inflation, en raison des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.

Même si la reprise économique mondiale devrait se poursuivre à un rythme stable, les risques demeurent élevés à l'échelle du globe. Les deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections et à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens. Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation sont liés aux vents contraires provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible qu'envisagé.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 12 avril 2011, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le taux officiel d'es-compte demeure à 1 1/4 %, et le taux de rémunération des dépôts, à 3/4 %. Cette décision laisse en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire notable au Canada. Toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.

Comme la Banque l'entrevoit en janvier, la reprise économique mondiale s'annonce plus solide et devrait se poursuivre à un rythme stable. Aux États-Unis, la croissance se raffermira, même si elle sera bridée par l'assainissement des bilans des ménages et, à terme, des administrations publiques. Le rythme d'expansion s'est renforcé en Europe, malgré les défis que continuent à poser la dette souveraine et le secteur bancaire des pays périphériques. Les désastres qui ont frappé le Japon en mars auront de graves répercussions sur son activité économique au premier semestre de 2011 et entraîneront des perturbations à court terme dans la chaîne d'approvisionnement au sein des pays avancés. La demande robuste des cours des produits de base, émergentes favorise la vigueur sous-jacente des produits de base, qui est amplifiée par les chocs d'offre découlant de l'évolution récente de la situation géopolitique. Ces augmentations de prix, conjuguées à la demande excédentaire persistante dans les grandes économies émergentes, contribuent à l'émergence de pressions inflationnistes plus généralisées dans le monde. En dépit des défis importants qui pèsent sur les perspectives économiques mondiales, les conditions financières demeurent très favorables à l'échelle du globe et les investisseurs sont devenus nettement moins réticents au risque.

Bien que récemment l'activité économique au Canada ait été plus forte que la Banque ne l'avait prévu, le profil d'évolution est largement conforme à la dynamique fondamentale présentée en janvier. On observe un rééquilibrage de la demande globale, celle-ci se déplaçant des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. Comme en janvier, la Banque anticipe que les investissements des entreprises continueront à progresser rapidement et que la croissance des dépenses de consommation évoluera globalement de pair avec celle du revenu disponible des particuliers, même si le renforcement des termes de l'échange et l'augmentation de la richesse devraient favoriser un profil de croissance légèrement plus solide des dépenses des ménages qu'on ne l'avait d'abord envisagé. En revanche, l'amélioration des exportations nettes devrait être limitée davantage par les problèmes de compétitivité persistants, lesquels ont été exacerbés par la vigueur récente du dollar canadien.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'économie affichera un taux d'expansion de 2,9 % en 2011 et de 2,6 % en 2012 et qu'en 2013, elle progressera au même rythme que la production potentielle, soit 2,1 %. La Banque s'attend à ce que l'économie retrouve son plein potentiel au milieu de 2012, soit deux trimestres plus tôt qu'elle ne l'escomptait en janvier.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 8 avril 2011.

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
L'évolution récente	3
L'évolution des marchés financiers mondiaux.....	10
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale.....	12
L'économie canadienne	17
L'évolution récente	17
L'activité économique	17
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	22
L'inflation et la cible de 2 %	23
Les conditions financières au Canada.....	25
Le taux de change	27
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	27
L'offre et la demande globales	28
La projection en matière d'inflation	32
Les risques entourant les perspectives	35
Notes techniques	6
Séisme au Japon	6
L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne	19

[...] des fluctuations prononcées et persistantes des prix relatifs favoriseront un ajustement structurel important dans l'ensemble de nos économies [...]. Un ajustement est inévitable — et il sera substantiel. Ce genre de changement ne devrait généralement pas être entravé mais plutôt facilité par des politiques visant à rendre l'économie plus flexible [...] les pays doivent tous maintenir la stabilité des prix dans un contexte où on ne peut s'attendre à ce que les politiques monétaires du G3 guident l'évolution du cycle mondial.

— Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
26 mars 2011
Calgary (Alberta)

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2011

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmissions est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



Rapport sur la politique monétaire

Avril 2011



CA1
FN73
- M56

Monetary Policy Report

October 2011



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

October 2011



This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

The challenges in the current global economic environment are significant but so, too, are the opportunities. . . . For its part, the Bank of Canada has a wide range of tools and policy options that it will continue to deploy as appropriate in order to ensure that Canadians can seize these opportunities in an environment of domestic macroeconomic and financial stability.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
20 September 2011
Saint John, New Brunswick*

Contents

Overview	1
-----------------	---

The Global Economy	3
---------------------------	---

Recent Developments	3
---------------------	---

Developments in Global Financial Markets	9
--	---

Outlook for the Global Economy	11
--------------------------------	----

The Canadian Economy	17
-----------------------------	----

Recent Developments	17
---------------------	----

Economic Activity	17
-------------------	----

Potential Output Growth	18
-------------------------	----

Estimated Pressures on Capacity	19
---------------------------------	----

Inflation and the 2 Per Cent Target	21
-------------------------------------	----

Canadian Financial Conditions	24
-------------------------------	----

Exchange Rate	26
---------------	----

Outlook for the Canadian Economy	27
---	----

Aggregate Demand and Supply	27
-----------------------------	----

The Projection for Inflation	31
------------------------------	----

Risks to the Outlook	33
-----------------------------	----

Technical Boxes

Deleveraging in the United States

Will Continue to Dampen Growth	5
--------------------------------	---

Revisions to Potential Output Growth	19
--------------------------------------	----

The Relationship Between Crude Oil and Gasoline Prices	22
--	----

Overview

The global economy has slowed markedly as several downside risks to the projection outlined in July have been realized. Financial market volatility has increased and there has been a generalized retrenchment from risk-taking across global markets. The combination of ongoing deleveraging by banks and households, increased fiscal austerity, and declining business and consumer confidence is expected to restrain growth across the advanced economies. The Bank now expects that the euro area—where these dynamics are most acute—will experience a brief recession. The Bank's base-case scenario assumes that the euro-area crisis will be contained, although this assumption is clearly subject to downside risks. In the United States, diminished household confidence, tighter financial conditions and increased fiscal drag are expected to result in weak real GDP growth through the first half of 2012, before growth strengthens gradually thereafter. In Japan, reconstruction activity is projected to boost growth over 2012–13, although Japan's economy will be constrained by reduced global activity and the sharp appreciation of the yen. Growth in China and other emerging-market economies is projected to moderate to a more sustainable pace in response to weaker external demand and the lagged effects of past policy tightening. These developments, combined with recent declines in commodity prices, are expected to dampen global inflationary pressures.

The outlook for the Canadian economy has weakened since July, with the significantly less-favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels. Although Canadian growth rebounded in the third quarter with the unwinding of temporary factors, underlying economic momentum has slowed and is expected to remain modest through the middle of next year. Domestic demand is expected to remain the principal driver of growth over the projection horizon, though at a more subdued pace than previously anticipated. Household expenditures are now projected to grow relatively modestly as lower commodity prices and heightened volatility in financial markets weigh on the incomes, wealth and confidence of Canadian households. Business fixed investment is still expected to grow solidly in response to very stimulative financial conditions and heightened competitive pressures, although it will be dampened by the weaker and more uncertain global economic environment. Net exports are expected to remain a source of weakness, owing to sluggish foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

Overall, the Bank expects that growth in Canada will be slow through mid-2012 before picking up as the global economic environment improves, uncertainty dissipates and confidence increases. The Bank projects that the economy will expand by 2.1 per cent in 2011, 1.9 per cent in 2012 and 2.9 per cent in 2013.

This report includes data received up to 21 October 2011.

The weaker economic outlook implies greater and more persistent economic slack than previously anticipated, with the Canadian economy now expected to return to full capacity by the end of 2013. As a result, core inflation is expected to be slightly softer than previously expected, declining through 2012 before returning to 2 per cent by the end of 2013. The projection for total CPI inflation has also been revised down, reflecting the recent reversal of earlier sharp increases in world energy prices as well as modestly weaker core inflation. Total CPI inflation is expected to trough around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013, as excess supply in the economy is slowly absorbed.

Several significant upside and downside risks are present in the inflation outlook for Canada.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger momentum in Canadian household spending, and the possibility of a faster-than-expected rebound in business and consumer confidence, due to more decisive policy action in the major advanced economies.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe, the increased probability of a recession in the U.S. economy, and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges that these risks are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 25 October, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. With the target interest rate near historic lows and the financial system functioning well, there is considerable monetary policy stimulus in Canada. The Bank will continue to monitor carefully economic and financial developments in the Canadian and global economies, together with the evolution of risks, and set monetary policy consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

The Global Economy

The global economy has slowed markedly as several of the downside risks to the projection outlined in the July *Monetary Policy Report* have been realized. Acute fiscal and financial strains in Europe and concerns about the strength of global economic activity have led to increased financial market volatility, reduced business and consumer confidence, and a generalized retrenchment from risk-taking. In this context, pressures in the European banking sector have escalated, contributing to a sharp slowdown in economic growth in the euro area. In the United States, revisions to national accounts data indicate that the recent recession was deeper than previously reported, and the recovery shallower. Growth in many emerging-market economies has also moderated, although it remains relatively robust. Commodity prices have declined significantly in response to diminished prospects for global economic growth.

The global economy has slowed markedly

Consistent with historical experience following severe financial crises, the recovery in advanced economies is projected to continue at a much slower pace than is typical in post-recession periods. In the euro area, economic growth is expected to remain weak over the projection horizon. Even though the Bank's projection assumes that steps are taken to contain the crisis, growth is expected to be restrained by ongoing bank and sovereign deleveraging and only a gradual recovery in confidence. Repair of household balance sheets and an anticipated tightening in fiscal policy are also expected to weigh on real GDP growth in the United States. Growth in emerging-market economies is projected to decelerate in response to lower demand from advanced economies. Owing to the lack of exchange rate adjustment and limited progress in rebalancing global demand, the weak and uneven nature of the current recovery is expected to persist.

In the euro area, economic growth is expected to remain weak over the projection horizon

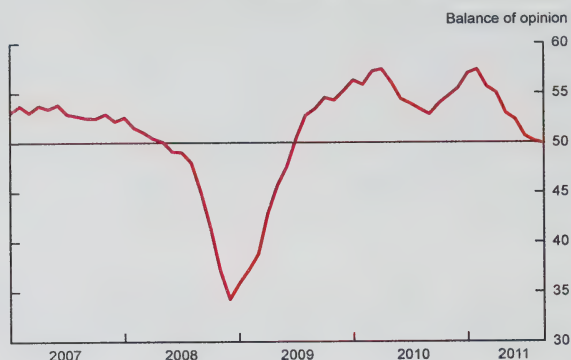
Recent Developments

Global economic growth has weakened considerably in recent months, reflecting a sharp slowing in activity in the United States and the euro area (**Chart 1**). The pace of growth in emerging-market economies has also decelerated, albeit from relatively high levels.

Real GDP growth in the euro area fell to 0.6 per cent in the second quarter, well below expectations at the time of the July *Report*, and recent indicators point to continued weakness in the third quarter. Growth in the core economies has slowed significantly, while economic activity in the periphery remains subdued. Consumer and business confidence, which were already low in the periphery, have also dropped markedly in the core economies. Euro-area banks are restricting access to credit as they attempt to delever (**Chart 2**). Slowing economic activity, reduced confidence and heightened financial stress are becoming mutually reinforcing as concerns regarding

Chart 1: Global economic growth has weakened considerably in recent months

World manufacturing purchasing managers' index, monthly data



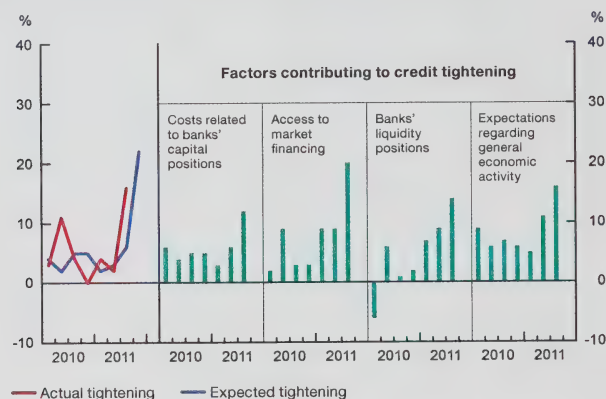
Note: The purchasing managers' index (PMI) is a composite diffusion index of manufacturing conditions. A reading above (below) 50 indicates that a larger percentage of firms reported that their production expanded (contracted) compared with the previous month, while a reading at 50 indicates that production was unchanged from the previous month.

Sources: JPMorgan and Markit

Last observation: September 2011

Chart 2: Euro-area banks are restricting access to credit

Net percentages of banks contributing to credit tightening for enterprises



Note: Data reflect responses to the *Euro Area Bank Lending Survey*. Actual tightening refers to the tightening that has already occurred, while expected tightening refers to the additional tightening anticipated by banks.

Source: European Central Bank

Last observation: 2011Q3

the fiscal sustainability of peripheral Europe spread to some of the core economies, increasing worries about the stability of the banking system.

In the United States, information released since the *July Report* points to a much lower path for U.S. real GDP in recent years than earlier estimates had suggested. While the fundamental forces and dynamics affecting the U.S. economy have not changed, their magnitudes now appear much larger (**Technical Box 1**). The July revisions to the national accounts data indicate that the U.S. recession was deeper and the recovery shallower than previously reported. Real GDP growth has slowed from an annual rate of roughly 2.5 per cent in the second half of 2010 to less than 1.0 per cent in the first half of 2011. Growth is estimated to have improved in the third quarter of 2011, supported by the recent decline in commodity prices and the

Revisions indicate that the U.S. recession was deeper and the recovery shallower than previously reported

Deleveraging in the United States Will Continue to Dampen Growth

History has shown that, following severe financial crises, most economies experience a period of significant and lengthy deleveraging as households, firms and governments reduce their debt loads. In the early phase of the deleveraging process, GDP growth typically slows significantly, reflecting weaker credit growth and higher savings. This deleveraging process is currently taking place in the U.S. economy and explains, in part, why the Bank continues to predict a sluggish recovery by historical standards.

Prior to the recent financial crisis, the U.S. household sector accumulated significant debts as asset prices were increasing strongly. U.S. household net worth has since fallen by \$7.2 trillion or about 12 times current annual savings (Chart 1-A). As a result, a prolonged period of elevated savings will be necessary for households to recoup some of their losses and achieve their desired level of net worth (Chart 1-B). Recent benchmark revisions to the U.S. National Accounts show significantly lower household incomes than previously reported and suggest that the process of household deleveraging and reaccumulation of wealth will be more challenging than originally anticipated. While increases in house prices and financial assets could alleviate the need for households to maintain higher levels of savings, no significant gains in wealth are expected in the near term.

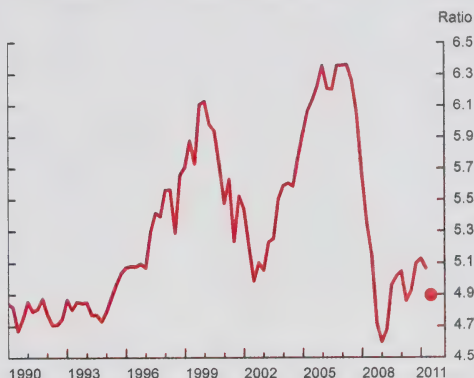
Although a gradual improvement in labour market conditions should boost households' disposable income, fiscal policy is expected to act as a drag on incomes and growth while action is taken to put the U.S. fiscal situation on a sustainable track. The United States will have to lower its general government deficit as a share of GDP from the current value of 9.6 per cent to about 5 per cent by 2013 in order to meet the commitment it made at the G-20 Summit in Toronto. Further fiscal consolidation will be required over the medium term to stabilize or reduce the ratio of government debt to GDP by 2016, also consistent with the Toronto G-20 Declaration.

Although the current U.S. economic recovery is the weakest since the Great Depression, it is in line with average recoveries seen in other advanced economies that have experienced major financial crises. While U.S. bank deleveraging is well under way, still-elevated levels of household debt, weakness in the U.S. housing and

labour markets, and the need for fiscal consolidation all imply that growth in U.S. domestic demand—and, hence, growth in demand for Canadian exports—will remain modest for the foreseeable future.

Chart 1-A: U.S. household net worth fell significantly during the recent recession

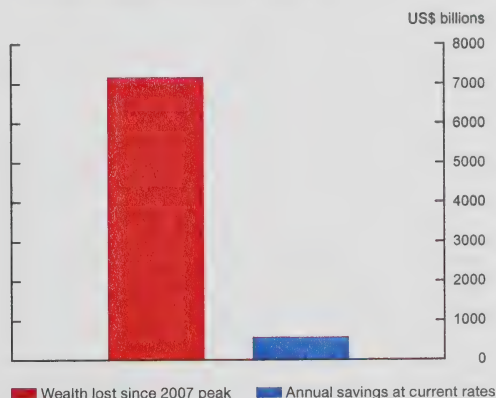
U.S. household net worth relative to disposable income, quarterly data



Note: The figure for the third quarter of 2011 is a projection.

Sources: U.S. Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations
Last observation: 2011Q3

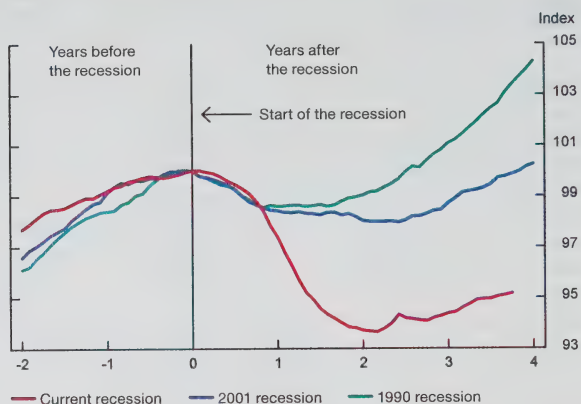
Chart 1-B: Personal savings are low relative to the wealth loss experienced since 2007



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Federal Reserve and Bank of Canada calculations

Chart 3: Employment in the United States has remained weak

U.S. non-farm employment across economic cycles;
start of recession = 100, monthly data



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

Last observation: September 2011

Efforts to repair household balance sheets in the United States are exerting a much stronger restraining effect on domestic demand

restoration of supply chains following the natural disasters in Japan. However, efforts to repair household balance sheets in the United States are exerting a much stronger restraining effect on domestic demand than previously anticipated.

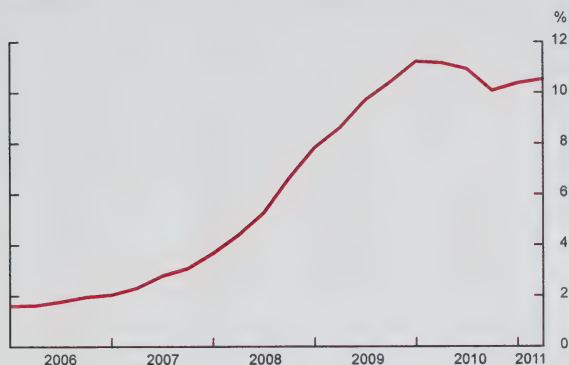
Recent adverse shocks to U.S. household finances and falling consumer confidence have led to a marked slowing in U.S. consumption spending and have rendered the process of balance-sheet repair even more challenging. Employment gains have remained sluggish since the start of the year, with net job creation in the private sector slowing and governments continuing to cut their payrolls (**Chart 3**). In addition, household wealth has been hit by recent declines in equity prices. Housing demand has remained weak and, together with the elevated stock of vacant homes, has depressed residential construction. A negative cycle is under way in which persistently high rates of mortgage delinquency are creating stress for financial institutions, leading to greater caution in the extension of credit and exacerbating the weakness in housing demand (**Chart 4**). This will gradually dissipate as households repair their balance sheets.

U.S. economic activity has been supported through this difficult period by strength in business investment and exports. Business investment in equipment and software has been underpinned by the low cost of capital and healthy corporate balance sheets. However, investment in non-residential structures has remained subdued in view of continuing excess capacity (**Chart 5**). U.S. exports have benefited from solid demand in emerging-market economies and from enhanced competitiveness stemming from robust productivity growth and the past depreciation of the U.S. dollar.

Real GDP in Japan contracted by 2.1 per cent in the second quarter, but incoming data point to positive growth in the third quarter, driven by the restoration of supply chains and the reconstruction of infrastructure following the natural disasters in March. Household spending has also recovered, supported by a pickup in consumer confidence. However, growth in exports, which had been an important contributing factor to GDP growth in earlier periods, has stalled in the past few months. Owing to concerns that a rising yen would weaken export growth even further, Japanese authorities

Chart 4: High rates of mortgage delinquency in the United States are creating stress for financial institutions

Delinquency rates on residential real estate loans, quarterly data

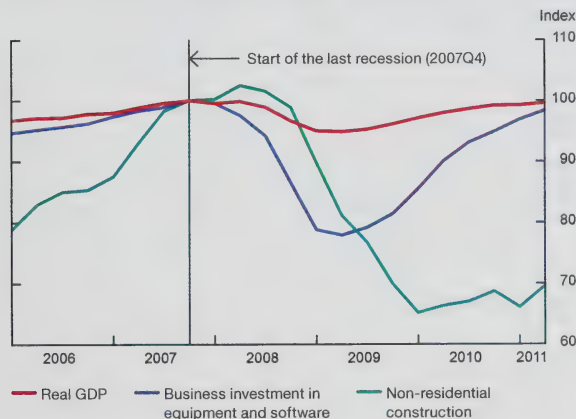


Source: U.S. Federal Reserve

Last observation: 2011Q2

Chart 5: Business investment in equipment and software has been underpinned by the low cost of capital and healthy corporate balance sheets

Index: 2007Q4 = 100, chained 2005 U.S. dollars, quarterly data



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: 2011Q2

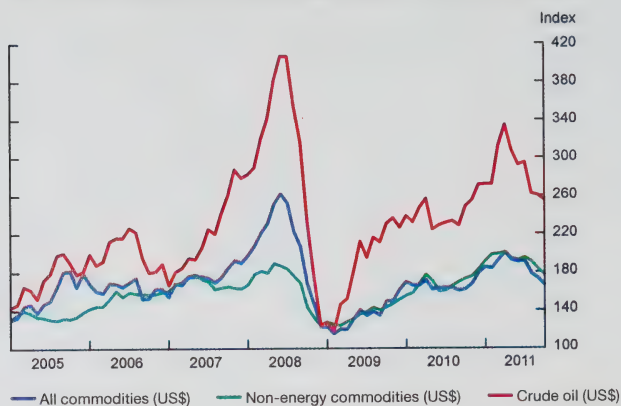
intervened in foreign exchange markets at the beginning of August to limit the appreciation of the currency.

In China, growth in real GDP moderated to 9.1 per cent in the third quarter, largely in response to the past tightening in monetary policy. The growth of consumption has slowed somewhat, but real estate investment remains robust, boosted by a government program to build 10 million social housing units in each of 2011 and 2012. Reflecting the ongoing weakness in activity in advanced economies, China's export growth has decelerated recently. Moderating food prices have contributed to a slight decline in inflation, but price pressures remain elevated, with consumer prices rising by 6.1 per cent on a year-over-year basis in September—well in excess of the government's target of 4 per cent.

Growth in China's real GDP moderated in the third quarter, largely in response to the past tightening in monetary policy

Chart 6: Global commodity prices have declined significantly since the July Report

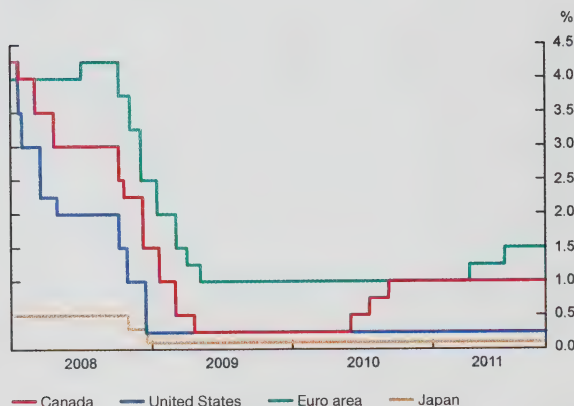
Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values in October 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 21 October 2011.
Source: Bank of Canada Last observation: October 2011

Chart 7: Policy rates remain at or near historic lows in most advanced economies

Daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 21 October 2011

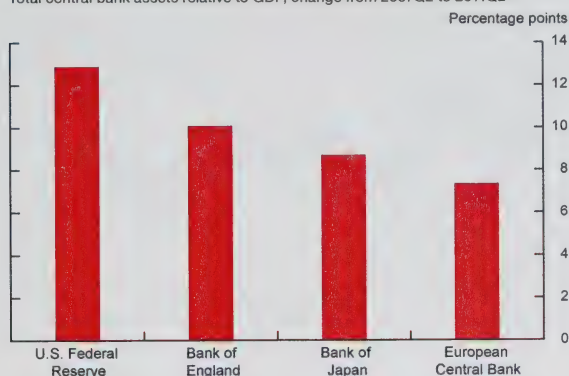
Commodity prices have declined significantly since the *July Report* in response to the deteriorating outlook for global economic growth (**Chart 6**), although they remain high by historical standards. Energy prices have registered the sharpest drop, while prices for non-energy commodities have decreased more modestly, owing to tight near-term supply conditions for agricultural commodities.

In the major advanced economies, underlying inflation pressures remain contained

Although underlying inflation pressures in many emerging-market economies remain a source of concern, authorities are reluctant to tighten monetary conditions further, given the declining prospects for global growth. In the major

Chart 8: Some central banks have expanded their balance sheets to ease monetary conditions further

Total central bank assets relative to GDP, change from 2007Q2 to 2011Q2



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis; U.S. Federal Reserve; Eurostat; European Central Bank; Cabinet Office, Government of Japan; Bank of Japan; U.K. Office of National Statistics; and Bank of England

Last observation: 2011Q2

advanced economies, in contrast, underlying inflation pressures remain contained, reflecting continuing excess supply conditions. Policy interest rates in these economies have stayed at or close to historically low levels (**Chart 7**), and a number of central banks have undertaken additional policy actions to ease monetary conditions or reduce financial stress (**Chart 8**). The U.S. Federal Reserve has continued on its path of quantitative easing, modifying its balance-sheet operations in an effort to put downward pressure on U.S. long-term and mortgage interest rates. The European Central Bank (ECB) has announced a series of measures, including two long-term refinancing operations and the reactivation of its covered-bond purchase program. The Bank of Japan and the Bank of England have expanded their asset-purchase programs.

A number of central banks have undertaken additional policy actions to ease monetary conditions

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets have deteriorated since the last *Report* and risk aversion has escalated. Markets have experienced significant volatility, triggered by a reassessment of the prospects for global economic growth, as well as heightened worries over debt sustainability in the euro area and uncertainty over the direction of fiscal policy in the United States. The already-negative tone in financial markets has been exacerbated by numerous credit-rating downgrades of sovereigns and global financial institutions. These developments have reinforced concerns about the fiscal situations in many major economies and the political challenges that must be overcome.

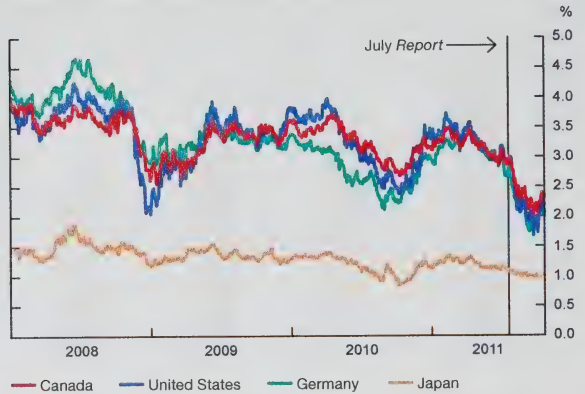
As a result, investment flows have shifted toward safer and more-liquid assets. Government bond yields in a number of advanced economies, where markets are most liquid and which are perceived to be better credit risks, have fallen sharply, with 10-year yields trading at or near all-time record lows (**Chart 9**). In addition, safe-haven currencies have appreciated.

The prices of riskier assets, in contrast, have declined significantly. Global equity indexes have decreased by about 5 to 20 per cent since the last *Report*, with an even larger decline reported in financial subindexes (**Chart 10**). Many euro-area sovereigns are facing rising funding costs

Conditions in global financial markets have deteriorated since the last Report

Chart 9: Yields on government bonds in major advanced economies have fallen sharply in recent months

Yields on 10-year government bonds, daily data

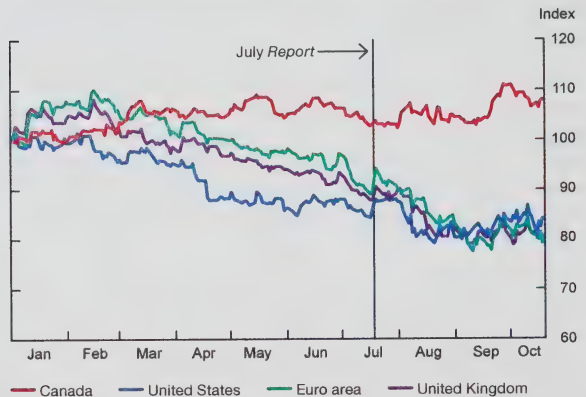


Source: Bloomberg

Last observation: 21 October 2011

Chart 10: Foreign bank equity indexes have considerably underperformed their respective broader indexes

Bank equity index/broad equity index (1 January 2011 = 100), daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 21 October 2011

European banks have experienced severe funding pressures

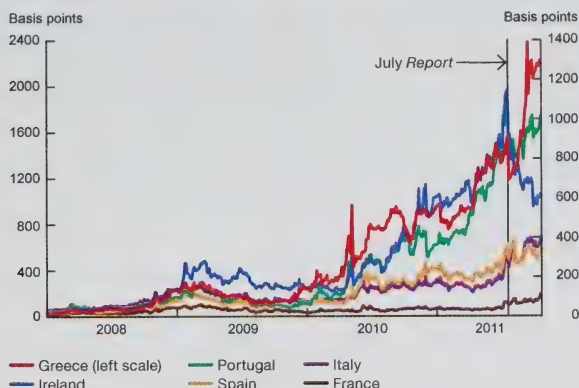
(Chart 11), and European banks have experienced severe funding pressures and increased costs to insure against default risk (Chart 12),¹ owing to concerns about their exposures to the sovereign debt of euro-area peripheral countries.

Conditions in corporate credit markets have also deteriorated. Corporate spreads have widened, and corporate issuance has fallen to a fraction of the levels seen earlier in the year. Liquidity in secondary credit markets has been extremely limited, and short-term trading has often been driven by headlines regarding the European situation.

¹ European banks appear less willing to lend to one another in the interbank market, as shown by the increase in the amounts deposited by banks at the ECB's deposit facility.

Chart 11: Euro-area sovereigns, even some larger core countries, are facing rising funding costs

10-year sovereign yield spreads over German bonds, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 21 October 2011

Chart 12: The costs of insuring European bank debt have risen sharply since the July Report

iTraxx 5-year Senior European Financial CDS Index, daily data



Source: Markit

Last observation: 21 October 2011

Outlook for the Global Economy

Global economic growth is projected to slow to slightly above 3 per cent in 2012, well below expectations at the time of the *July Report* (Table 1). Ongoing deleveraging by households, banks and governments, declining confidence, and the sovereign debt crisis in Europe are expected to restrain growth in the advanced economies. Growth in emerging-market economies is projected to slow in response to weakening external demand and the lagged effects of past policy tightening. In 2013, global economic growth is expected to pick up as confidence improves and corrective policy measures expected to be taken in Europe and elsewhere begin to have an effect.

The Bank's base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will be contained and that additional actions will be undertaken to ensure debt sustainability, strengthen banks' capital buffers, and create a larger and more effective fund to stabilize the funding costs of affected sovereigns at sustainable levels. This assumption is clearly subject to downside risks.

The Bank's base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will be contained . . .

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2010	2011	2012	2013
United States	20	3.0 (2.9)	1.7 (2.4)	1.7 (3.2)	3.3 (3.3)
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.5 (2.0)	0.2 (1.6)	1.5 (1.9)
Japan	6	4.0 (4.0)	-0.6 (-0.6)	2.0 (2.9)	2.5 (3.0)
China	13	10.4 (10.3)	9.1 (9.3)	8.2 (8.6)	8.2 (8.1)
Rest of the world	46	5.7 (5.5)	4.3 (4.2)	3.3 (3.8)	3.4 (3.6)
World	100	5.1 (5.0)	3.8 (3.9)	3.1 (4.0)	3.7 (3.9)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2011 *Monetary Policy Report*. Source: Bank of Canada

Financial strains, bank deleveraging, fiscal austerity measures and declining confidence lead nonetheless to a mild recession in the euro area beginning at the end of 2011 (**Chart 13**). The weakened state of banks' balance sheets is projected to constrain both consumption and investment growth, with the effects on investment being particularly significant, owing to heavy corporate reliance on bank funding. A modest recovery is expected to start in mid-2012, when credit conditions begin to improve. Real GDP growth is projected to gather some momentum in 2013 as the benefits from the reforms put in place to address the debt crisis begin to materialize and confidence gradually improves.

Real GDP growth in the United States is projected to remain weak through the first half of 2012, averaging about 1 1/4 per cent, or around levels at which the probability of recession increases.² However, U.S. economic growth is expected to strengthen gradually, starting in the second half of 2012, in response to an easing in monetary conditions and an improvement in the situation in Europe. Consistent with the historical experience following severe financial crises elsewhere, growth is projected to remain quite modest (**Chart 14** and **Technical Box 1**). GDP growth in 2013 rebounds to 3.3 per cent, but the level of real GDP by the end of the projection horizon is still well below that anticipated in the *July Report*.

Fiscal consolidation in the United States is expected to exert an important drag on growth of about 1 percentage point in 2012 and 2 percentage points in 2013. This is slightly larger than anticipated in the *July Report*, reflecting new measures to restrain government spending adopted as part of the agreement to raise the U.S. debt ceiling. The Bank's projection does not include any of the new fiscal stimulus measures proposed by the U.S. administration in the American Jobs Act. If fully implemented, these measures could add as much as 1.3 percentage points to growth in 2012 through tax reductions and increases in expenditures and transfers, but would subtract close to 1 percentage point from growth in 2013, when many of the proposed measures begin to expire.

Growth in U.S. consumption is expected to be held back by ongoing elevated savings rates and a subdued recovery in labour market conditions, as well as the drag from fiscal consolidation, which will lower household disposable income. An easing in financial conditions in response to the

... but the Bank nonetheless projects a mild recession in the euro area beginning at the end of 2011

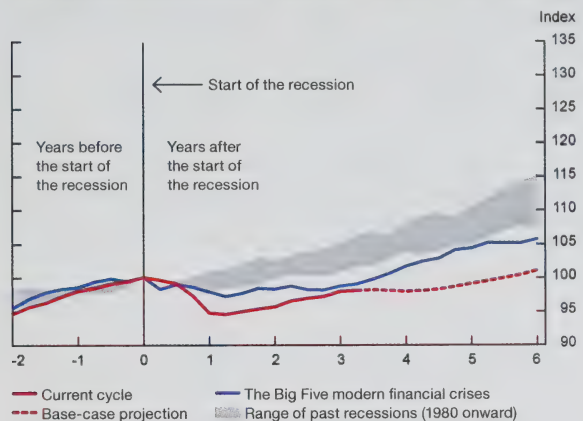
U.S. economic growth is expected to strengthen gradually, starting in the second half of 2012

Fiscal consolidation in the United States is expected to exert an important drag on growth

² Historically, very low rates of real GDP growth, consistent with a stall speed, have been associated with an increased probability of a recession. For more analysis, refer to: J. J. Nalewaik, "Forecasting Recessions Using Stall Speeds," Finance and Economics Discussion Series, Publication No. 2011-24, Board of Governors of the Federal Reserve, 2011.

Chart 13: The euro area is projected to enter a mild recession at the end of 2011, followed by a modest recovery in mid-2012

Euro-area real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data

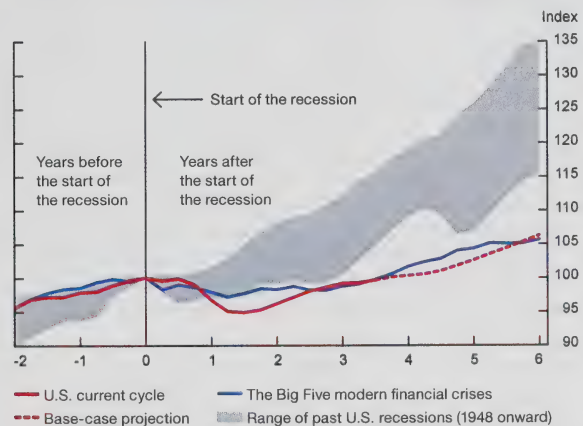


Note: The Big Five modern financial crises as described in Reinhart and Rogoff (2008) are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: Eurostat and Organisation for Economic Co-operation and Development

Chart 14: U.S. real GDP growth is projected to remain modest, consistent with the historical experience after severe financial crises

U.S. real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises as described in Reinhart and Rogoff (2008) are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Organisation for Economic Co-operation and Development

U.S. Federal Reserve's balance-sheet operations is projected to provide some offsetting support. The level of residential construction is expected to remain weak over 2012–13, with a gradual recovery beginning only around the middle of 2012. Growth in the construction of non-residential structures is projected to continue at a modest pace through 2013, supported by a gradual easing in lending conditions.

Exports and business investment in equipment and software should continue to provide important support for U.S. economic growth over the coming years. After some slowing during the first half of 2012, business investment is expected to grow robustly over the remainder of the projection horizon, boosted by the low cost of capital and gradually improving economic conditions. In 2012, export growth is constrained by weakening global demand, but is projected to strengthen in 2013 in tandem with the recovery in the global economy.

Reconstruction activities are expected to boost economic growth in Japan over 2012–13. Growth is projected to be significantly weaker than was anticipated in the *July Report*, however, owing to reduced prospects for global economic growth and the recent sharp appreciation of the yen.

Real GDP growth in China and other emerging-market economies is expected to moderate to a more sustainable pace over the projection horizon in response to slowing growth in advanced economies. At the same time, a gradual rotation away from exports and toward stronger consumption is projected, facilitated by structural policies and a modest appreciation of the real effective exchange rates in China and other emerging-market economies. These developments, combined with lower commodity prices, are expected to dampen inflation pressures.

Commodity prices are projected to remain roughly 10 per cent below the levels anticipated at the time of the *July Report*. Steady demand from emerging-market economies and limited increases in supply should nevertheless keep prices at levels that are relatively high by historical standards. Prices for non-energy commodities should stay close to current levels through 2013, with a rebound in metals prices offsetting a projected easing in the prices of agricultural products. Based on the latest futures curve, prices for West Texas Intermediate (WTI) crude oil are expected to move within a range of US\$85 to US\$89 per barrel until the end of 2013, down from a range of US\$100 to US\$103 at the time of the *July Report* (**Chart 15**). According to the latest futures curve, natural gas prices are projected to increase by about 1 per cent in 2012 and 13 per cent in 2013 as environmental standards encourage greater use of natural gas in the United States.

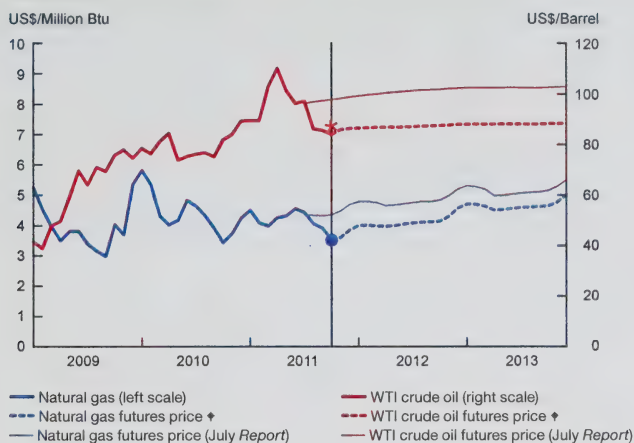
Reconstruction activities are expected to boost economic growth in Japan

Real GDP growth in China and other emerging-market economies is expected to moderate to a more sustainable pace

Commodity prices are projected to remain roughly 10 per cent below the levels anticipated at the time of the July Report

Chart 15: WTI oil prices are expected to remain relatively stable

Monthly data



* Spot price for crude oil (21 October 2011)

• Spot price for natural gas (21 October 2011)

† Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

Note: Values for crude oil and natural gas prices in October 2011 are estimates based on the average daily spot prices up to 21 October 2011.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

The economic outlook in Canada has weakened, reflecting the substantially downgraded outlook for the global economy. The weaker and more uncertain global economic and financial environment will affect the Canadian economy through financial, confidence and trade channels. As a result, compared with expectations in the *July Report*, the Bank now anticipates a more subdued profile for both final domestic demand and exports over the projection horizon. Overall, the Bank now projects slow growth in real GDP in Canada through mid-2012. Economic growth is expected to improve thereafter, in line with an improved global environment as uncertainty dissipates and confidence recovers. This base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will be contained, although this assumption is clearly subject to downside risks.

The weaker economic outlook implies greater and more persistent economic slack than anticipated in the *July Report*. As a result, core inflation is projected to be slightly softer than previously expected, declining through 2012 before returning to 2 per cent by the end of 2013. The projection for total CPI inflation has also been revised down, reflecting a lower profile for world energy prices, as well as modestly weaker core inflation. Accordingly, total CPI inflation is expected to decline from its recent peak of over 3 per cent to around 1 per cent by mid-2012, before rising with core inflation to the 2 per cent target as excess supply in the economy is slowly absorbed.

Recent Developments

Economic Activity

Economic growth in Canada stalled in the second quarter, owing largely to temporary factors. While the unwinding of these factors has led to a rebound in economic activity in the third quarter, the underlying momentum in the economy has slowed.

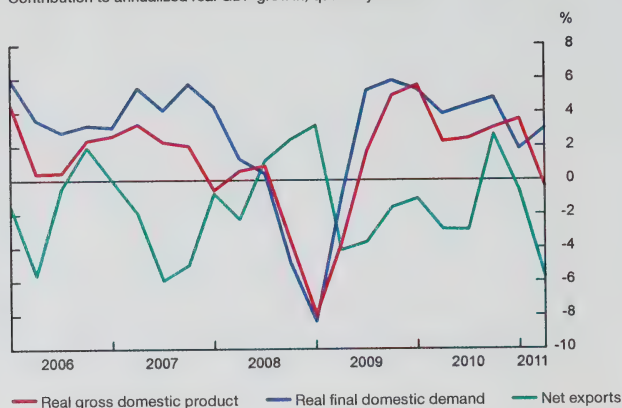
Real GDP declined at an annual rate of 0.4 per cent in the second quarter, a weaker outcome than had been expected in the *July Report*, owing to a substantial deterioration in net exports (**Chart 16**). Exports declined markedly in the second quarter, reflecting softer foreign demand and ongoing challenges to Canadian competitiveness, as well as important temporary factors. These factors included the anticipated adverse impact of supply-chain disruptions resulting from the disasters in Japan earlier in the year, as well as other unanticipated disruptions that constrained activities in the energy sector. Imports continued to grow robustly in the second quarter, reflecting large increases in Canadian business investment in machinery and equipment and in inventories.

The Bank now projects slow growth in real GDP in Canada through mid-2012

The underlying momentum in the economy has slowed

Chart 16: Growth in Canadian real GDP stalled in the second quarter as net exports plunged

Contribution to annualized real GDP growth, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2011Q2

Growth in final domestic demand remained solid in the second quarter

Business fixed investment continued to recover strongly

Growth in final domestic demand remained solid in the second quarter, with all its major components contributing to the increase. Consumer spending picked up after a very weak first quarter. The pace of growth in consumption remained subdued compared with that registered during the recovery, however, reflecting the adjustment to higher food and energy prices, as well as slower growth in personal disposable income. Growth in residential investment fell off sharply in the second quarter following a large increase in the first quarter, when some activity was pulled forward in advance of changes to the regulations for mortgage insurance. Business fixed investment continued to recover strongly in the second quarter, including a temporary boost from the purchase of a large natural gas platform. Government expenditures, incorporating spending from all levels of government, also continued to contribute to real GDP growth.

The Bank estimates that economic growth rebounded to 2.0 per cent in the third quarter as the temporary factors that held back net exports in the second quarter unwound. Growth is expected to slip back in the fourth quarter, however, more accurately reflecting the underlying growth in the economy in an environment of lower confidence and heightened uncertainty.

Potential Output Growth

The Bank's projection for the growth of potential output in Canada over the 2011–13 period is little changed from the projection in the October 2010 Report (Technical Box 2). Potential output growth is expected to increase from 1.6 per cent in 2011 to 2.1 per cent in 2013. The projection horizon has also been extended to 2014, when the growth of potential output is expected to be 2.2 per cent. As a result of the strong and sustained recovery in investment spending, as well as efficiency gains, trend productivity is projected to improve as Canadian firms strive to adopt best practices in the face of competitive pressures. At the same time, demographic forces will continue to reduce the trend rate of growth of labour input.

Revisions to Potential Output Growth

Every October, the Bank reassesses the path for potential output growth underpinning its economic outlook. Potential output represents the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. Potential output growth can be thought of as the sum of the growth rates of trend labour input and trend labour productivity.

The growth rate of potential output is expected to increase gradually, from 1.6 per cent in 2011 to 2.2 per cent in 2014 (**Table 2-A**). This upward trend is driven by a continued improvement in the growth of trend labour productivity, which is expected to be partly offset by a slowing in the growth of trend labour input over the 2011–14 period.

The projected improvement in the growth of trend labour productivity is supported by the sustained recovery in investment spending, based on the relatively low cost of imported investment goods associated with the strong Canadian dollar, and by international competitiveness pressures. Enhanced competition also leads to efficiency gains as Canadian firms adopt best practices and catch up with changes in technology.¹ The Bank estimates growth in trend labour productivity of 0.7 per cent in 2011, rising to 1.5 per cent by 2014.

1 This view is supported by results from the Bank of Canada's *Business Outlook Surveys*.

Table 2-A: Assumptions for the growth of potential output

	2011	2012	2013	2014
Potential output	1.6 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2
Trend labour productivity	0.7 (0.9)	1.1 (1.1)	1.3 (1.3)	1.5
Trend labour input	0.9 (0.9)	0.9 (0.9)	0.8 (0.8)	0.7

Figures in parentheses correspond to the October 2010 scenario.

Owing to demographic factors, the growth rate of trend labour input over the projection horizon is expected to moderate from 0.9 per cent in 2011 to 0.7 per cent in 2014. This slowdown is driven by a deceleration in the growth of the working-age population, which continues throughout 2014 and beyond.

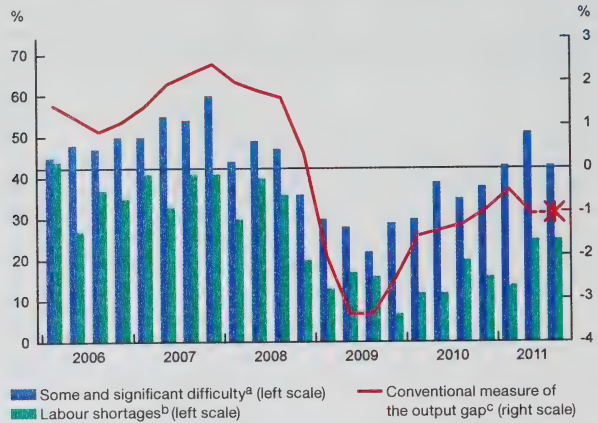
These broad forces were incorporated into the Bank's projection for potential output in October 2010. Potential output growth in 2011 has been revised down slightly, reflecting incoming data on productivity. The current projection for potential output growth over the 2012–13 period is, however, similar to that in October 2010. In 2014, a continued pickup in trend labour productivity is expected to offset the slower growth in trend labour input, leading to a further increase in the growth rate of potential output.

Estimated Pressures on Capacity

Various indicators suggest greater economic slack in recent months. The level of real GDP has been markedly lower in the second and third quarters than the Bank had projected, suggesting that the output gap in the third quarter was considerably wider than anticipated in July. The Bank's conventional measure of the output gap continues to suggest a more modest degree of slack, but has also widened noticeably from -0.5 per cent in the first quarter to -1.0 per cent in the third quarter (**Chart 17**). Key labour market indicators, such as the unemployment rate and the proportion of involuntary part-time workers (**Chart 18**), as well as the below-average proportion of firms reporting labour shortages in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Autumn 2011), point to material excess capacity. In addition, the Bank's autumn survey found that the proportion of firms indicating that they would have difficulty responding to an unexpected increase in demand had diminished noticeably in comparison with the previous survey, although it remained near its historical average.

Various indicators suggest greater economic slack in recent months

Chart 17: Capacity pressures have eased in recent months

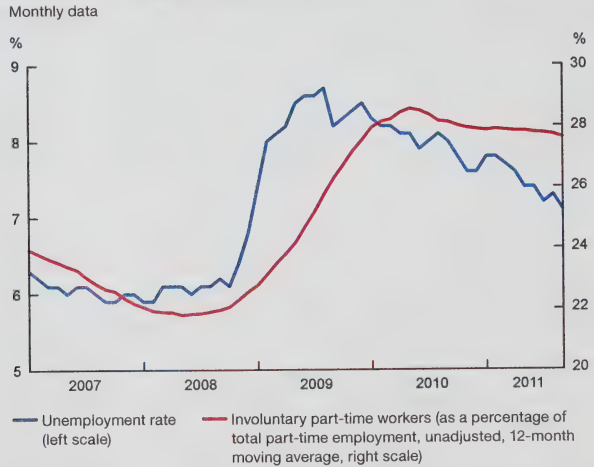


- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the third quarter of 2011 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 2.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2011Q3

Chart 18: Key indicators suggest significant slack in the labour market



Source: Statistics Canada

Last observation: September 2011

The Bank judges that the economy was operating at about 1 1/4 per cent below its production capacity in the third quarter of 2011

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 1/4 per cent below its production capacity in the third quarter of 2011, a substantially larger degree of slack than the Bank had anticipated in July.

Inflation and the 2 Per Cent Target

As anticipated in the July *Report*, core CPI inflation rose to 1.9 per cent in the third quarter from 1.6 per cent in the second quarter (**Chart 19**). Part of this increase reflects the dissipation of the HST effect on year-over-year core inflation.³ Core food price inflation was somewhat lower than had been anticipated in the July *Report*, but the impact on core inflation was offset by slightly larger than expected increases in the prices of some core services and clothing. Underlying inflation pressures remain contained, reflecting the persistence of excess supply in the economy and modest growth in labour compensation (**Chart 20**), along with the dampening effect from the past appreciation of the Canadian dollar.

Total CPI inflation fell to 3.0 per cent in the third quarter from 3.4 per cent in the second quarter, as the impact of the introduction of the HST in July 2010 on the year-over-year rate of inflation unwound. The drop in total CPI inflation was somewhat smaller than the Bank had projected in the July *Report*, owing largely to the firmness in gasoline prices despite recent declines in world energy prices, which in turn partly reflects an unusual divergence in the prices of different types of crude oil (**Technical Box 3**).

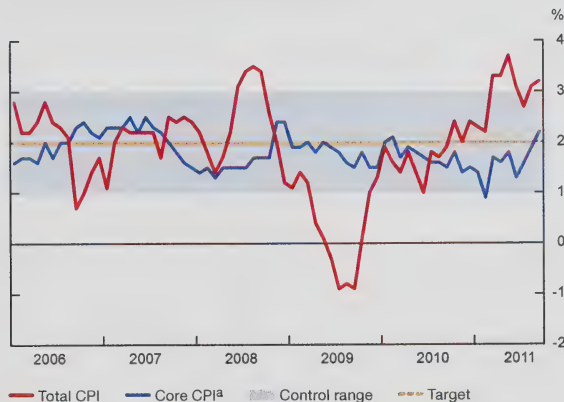
Recent survey measures indicate that inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target. The October Consensus Economics forecast for total CPI inflation was 1.9 per cent in 2012. As reported in the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, 88 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also remain consistent with the 2 per cent inflation-control target.

As anticipated in the July Report, core CPI inflation rose to 1.9 per cent in the third quarter

Recent survey measures indicate that inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target

Chart 19: Total CPI inflation is being boosted by food and energy prices

Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: September 2011

³ The introduction of the HST in Ontario and British Columbia in July 2010 has had a dampening effect, amounting to 0.3 percentage points, on core inflation through tax refunds passed on by businesses. This effect was smaller than the direct positive effect of the introduction of the HST, which is reflected in total CPI inflation, and resulted in a boost to total inflation beginning in the third quarter of 2010. Both of these temporary effects unwound in the third quarter of 2011, pushing core inflation up and total inflation down.

The Relationship Between Crude Oil and Gasoline Prices

The price of gasoline at the pump is composed of the cost of crude oil, taxes and the profit margins of refiners and retailers. Of these, the cost of crude oil is generally the most significant factor driving variations in the price of gasoline. While the petroleum refined in Canada comes from different grades of crude oil, the price of West Texas Intermediate (WTI),¹ the main U.S. benchmark, has historically been a good proxy for the crude costs of Canadian refineries, closely tracking fluctuations in Canadian gasoline prices.

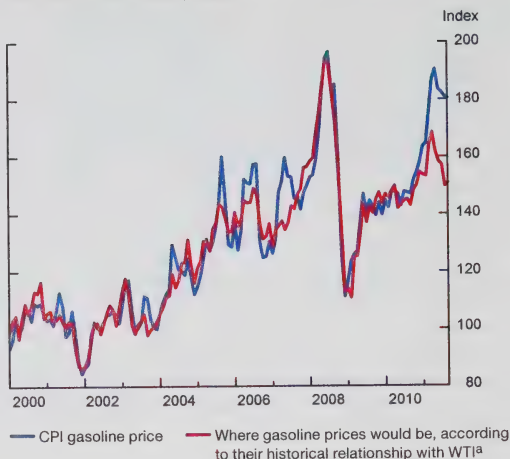
Since the beginning of 2011, however, the price of gasoline in Canada has increased by more than the price of WTI, on net, and has largely failed to decline in conjunction with the sharp drop in the price of WTI since the spring (**Chart 3-A**). In September 2011, gasoline prices were about 20 per cent higher than their historical relationship with WTI would suggest, a difference amounting to an additional 1.2 per cent on the level of total CPI.² This can be explained by a combination of structural factors, taxes and changes in profit margins, as discussed below.

Depending on their location, Canadian refineries acquire different blends of crude oil. While refineries in Central Canada use a high concentration of crude oil that is priced off WTI, refineries on either coast make much greater use of other grades of crude oil that are priced off Brent, which is the main benchmark outside of North America. At the national level, refineries in Canada use roughly equal proportions of crude oil priced off WTI and Brent, on average.³ Historically, the relative use of these two types of crude did not matter in determining the average cost of crude oil for Canadian refiners, since the prices of the two crudes tracked closely together.

However, since the beginning of the year, WTI has traded at a growing discount relative to Brent (**Chart 3-B**), as a result of an excess supply of oil accumulating at Cushing (Oklahoma). The current price of WTI is US\$87, compared with US\$109 for

Chart 3-A: In 2011, gasoline prices have been much stronger than the WTI benchmark would suggest

Index: 2002 = 100, monthly data



a. Fitted values obtained from regressing CPI gasoline prices on WTI (Can\$) over the 2000–10 sample period

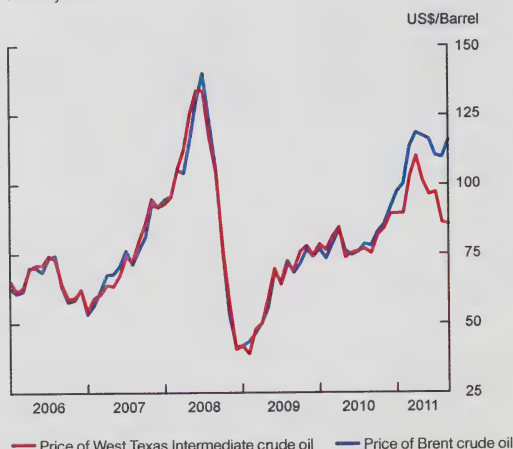
Sources: Statistics Canada

and Bank of Canada calculations

Last observation: September 2011

Chart 3-B: Brent has diverged from WTI in 2011

Monthly data



Source: Commodity Research Bureau

Last observation: September 2011

1 There were deviations from this historical relationship during 2005–07 as a result of some refinery disruptions, including those stemming from Hurricane Katrina.

2 This includes a boost of 0.2 percentage points, owing to the impact on the level of national gasoline prices of the introduction of the HST in Ontario.

3 Based on data from the Canadian Association of Petroleum Producers regarding the capacity of refiners

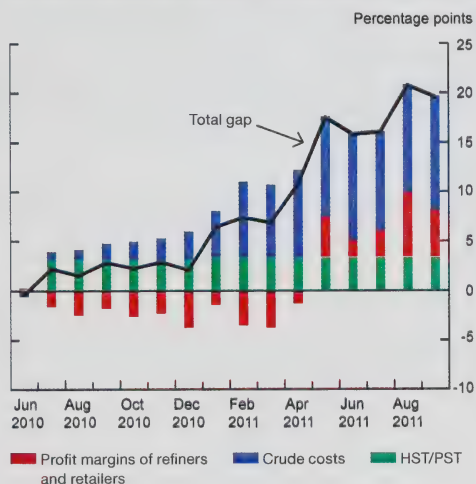
(continued)

The Relationship Between Crude Oil and Gasoline Prices

Brent, a discount several times larger than has been typical historically. In this context, the crude costs paid by Canadian refineries have, on average, been higher than those implied by WTI. Partly as a result, gasoline prices in Canada have remained relatively elevated at the national level. Taxes and profit margins have also played a role (**Chart 3-C**).

Chart 3-C: Since the beginning of the year, the growing gap between gasoline prices and WTI can be attributed to changes in both crude costs and profit margins

Contribution of various factors to the gap between actual gasoline prices and those implied by their historical relationship with WTI, monthly data



Note: Calculations performed under the assumption that the mix of petroleum refined in Canada is priced off WTI at 57 per cent and off Brent at 43 per cent

Sources: Statistics Canada, Commodity Research Bureau and Bank of Canada calculations

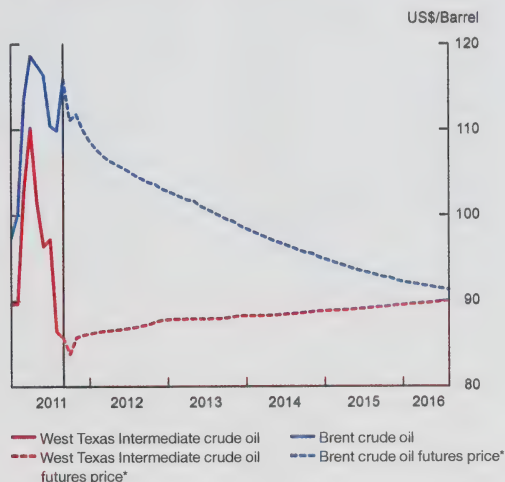
Last observation: September 2011

Different regions of the country have been affected to varying degrees, however, reflecting differences in both the blends of crude oil used by refiners and the responses of their profit margins.

Based on oil-price futures, the discount on WTI relative to Brent is expected to persist for a few more years (**Chart 3-D**). Canadian crude costs are thus expected to remain persistently elevated relative to WTI, which affects the projection for gasoline prices and the total CPI.

Chart 3-D: Financial markets are pricing the closing of the Brent-WTI gap only in 2016

Monthly data

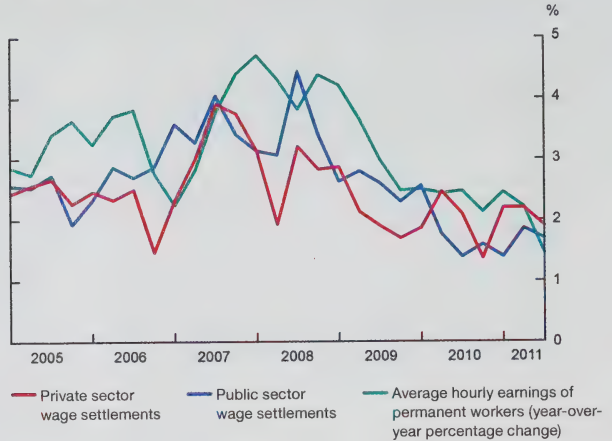


* Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

Sources: Commodity Research Bureau and Bloomberg

Chart 20: Wage growth remains modest

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements, quarterly data



Note: The 2011Q3 numbers for wage settlements in the private and public sectors are the average of July and August data.

Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada Last observation: 2011Q3

Canadian Financial Conditions

The aggregate supply and price of credit to businesses and households in Canada remain very stimulative (**Chart 21**), providing important ongoing support to the economic expansion. Canadian banks remain well positioned to lend, owing to their strong financial positions and relatively low funding costs. Results from the *Business Outlook Survey* suggest that the terms and conditions for firms obtaining financing from financial institutions have eased further in recent months, particularly for small and medium-sized businesses. This was consistent with the Bank's *Senior Loan Officer Survey* for the third quarter of 2011 (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2011Q3), which also indicated a further easing in lending conditions (**Chart 22**), mainly reflecting competition among lenders.

Overall financial conditions in Canada have tightened slightly since the July *Report*, however, as conditions in capital markets have deteriorated. Increased risk aversion, heightened volatility and weaker growth expectations across global markets have weighed on capital market conditions in recent months. While Canadian government bond yields have declined substantially, corporate spreads have widened and market access has tightened for less-creditworthy borrowers. In addition, the S&P/TSX Composite Index has fallen by more than 15 per cent from its peak in April 2011. As a result, the volume of bond and equity issuance has diminished noticeably compared with earlier in the year.

Reflecting the ongoing recovery in business investment, growth in total business credit has remained solid in recent months.

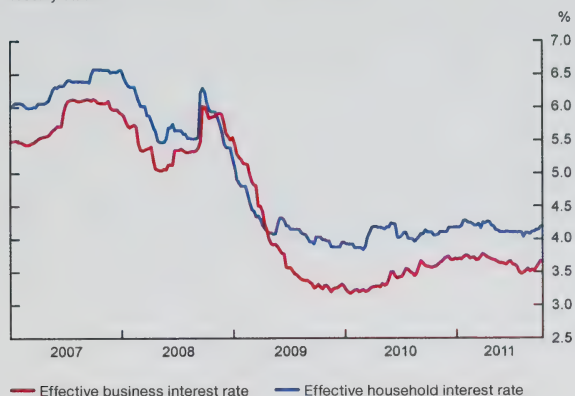
As anticipated, the growth of household credit has slowed to a rate below its historical average in recent months with the passing of the temporary factors that boosted the demand for residential mortgage credit in the first quarter (**Chart 23**). These factors include the lagged effects of the surge in sales of existing homes in the fourth quarter of last year, as well as

The aggregate supply and price of credit in Canada remain very stimulative

As anticipated, the growth of household credit has slowed to a rate below its historical average

Chart 21: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



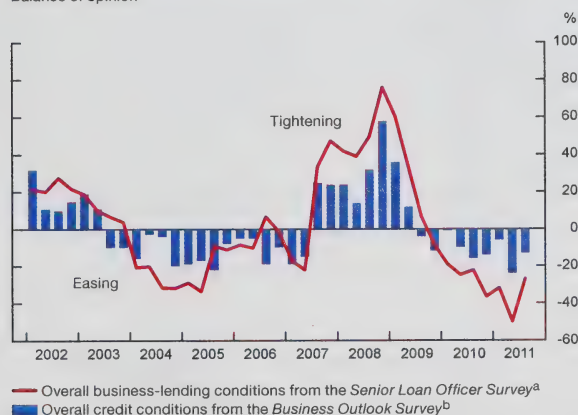
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 21 October 2011

Chart 22: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2011Q3

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus the percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

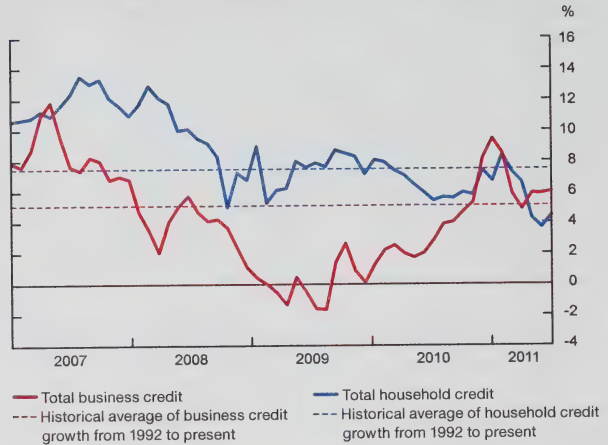
Last observation: 2011Q3

some pulling forward of activity related to changes to mortgage insurance regulations.

Growth in the narrow monetary aggregates has rebounded in recent months, implying some reintensification of liquidity preference as uncertainty has risen. Growth in the broader M2++ aggregate has, however, remained moderate in recent months, continuing to suggest subdued inflation pressures ahead.

Chart 23: The growth of business credit remains solid while that of household credit has slowed to a rate below its historical average

3-month percentage change (at annual rates)



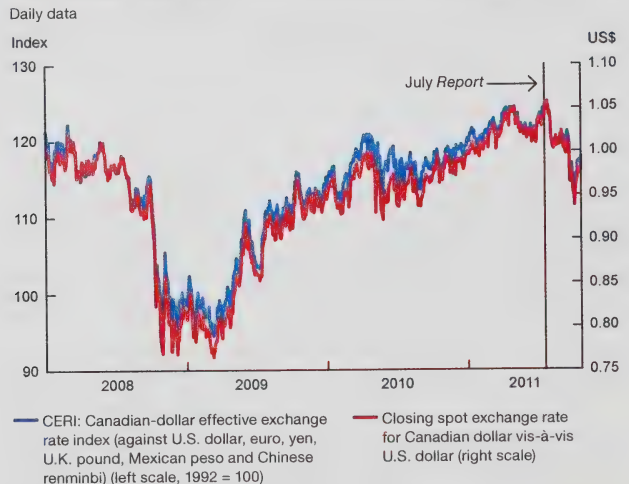
Source: Bank of Canada

Last observation: August 2011

Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged around 99 cents U.S. since the September fixed announcement date, which is below the level of 103 cents U.S. assumed in the *July Report*. The Canadian-dollar effective exchange rate index (CERI) has depreciated by an amount similar to the exchange rate with the United States (**Chart 24**).

Chart 24: The Canadian dollar has declined since the *July Report*



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 21 October 2011

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 99 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities remaining at elevated levels; and heightened uncertainty and relatively volatile global financial conditions persisting through mid-2012, before improving gradually.

Aggregate Demand and Supply

The Bank now sees the Canadian economy growing slowly through mid-2012, after which growth is projected to improve. This projection assumes that the crisis in Europe will be contained, leading to reduced uncertainty and a gradual return of confidence (**Table 2** and **Chart 25**). On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 2.1 per cent in 2011 and 1.9 per cent in 2012, while growth in 2013 is expected to pick up temporarily above the rate of potential (to 2.9 per cent). This growth profile implies that the economy is now projected to return to full capacity by the end of 2013.

This base-case projection for the Canadian economy is weaker than in the *July Report*, with the significantly less-favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels. Domestic demand is expected to remain the principal driver of growth over the projection horizon (**Chart 26**), although at a more subdued pace than previously anticipated. Household expenditures are now projected to grow relatively modestly, as lower commodity prices and heightened volatility in financial markets weigh on the incomes, wealth and confidence of Canadian households (**Chart 27**). Business fixed investment is still expected to grow solidly in response to very stimulative financial conditions and heightened competitive pressures, although it will be dampened by the weaker and more uncertain global economic environment. The projected profile for Canadian exports has also been revised down, reflecting the lower level of foreign economic activity. Net exports are expected to remain a source of weakness, owing to sluggish foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

The Bank now sees the Canadian economy growing slowly through mid-2012, after which growth is projected to improve

The significantly less-favourable external environment is affecting Canada through financial, confidence and trade channels

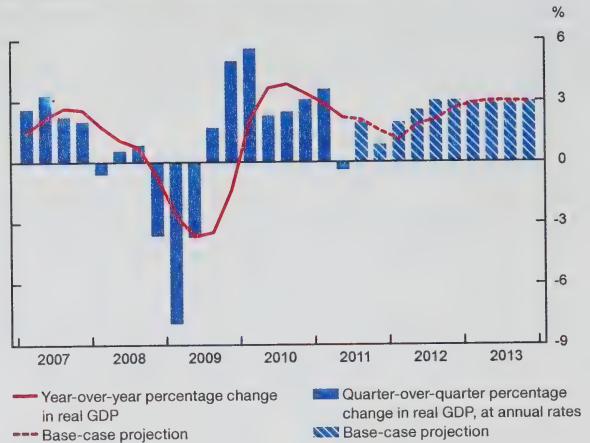
Table 2: Contributions to average annual real GDP growth

Percentage points^a

	2010	2011	2012	2013
Consumption	2.0 (2.0)	1.0 (1.3)	1.2 (1.6)	1.4 (1.1)
Housing	0.7 (0.7)	0.1 (0.1)	0.0 (0.0)	0.1 (0.0)
Government	1.2 (1.2)	0.3 (-0.1)	-0.1 (-0.3)	0.3 (0.2)
Business fixed investment	0.8 (0.8)	1.4 (1.6)	0.7 (1.1)	1.0 (0.7)
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>4.7 (4.7)</i>	<i>2.8 (2.9)</i>	<i>1.8 (2.4)</i>	<i>2.8 (2.0)</i>
Exports	1.8 (1.8)	1.2 (1.3)	0.9 (1.1)	1.1 (1.1)
Imports	-4.0 (-4.0)	-2.1 (-1.7)	-0.7 (-0.8)	-1.0 (-1.0)
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-2.1 (-2.1)</i>	<i>-0.9 (-0.4)</i>	<i>0.2 (0.3)</i>	<i>0.1 (0.1)</i>
Inventories	0.6 (0.6)	0.2 (0.3)	-0.1 (-0.1)	0.0 (0.0)
GDP	3.2 (3.2)	2.1 (2.8)	1.9 (2.6)	2.9 (2.1)
Memo items:				
Potential output	1.6 (1.6)	1.6 (1.8)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)
Real gross domestic income (GDI)	5.0 (5.0)	2.8 (4.1)	1.1 (2.9)	3.6 (2.2)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2011 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in this *Report*.

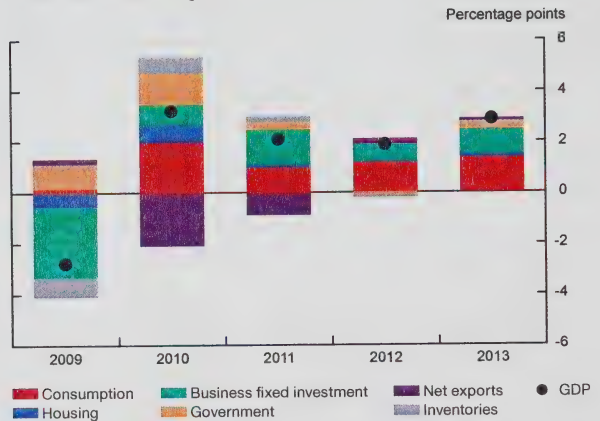
Chart 25: Real GDP growth is expected to pick up through 2012, resulting in a gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 26: Domestic demand is projected to remain the primary driver of growth

Contributions to real GDP growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The Bank expects relatively modest growth in household expenditures over the projection horizon

The Bank expects relatively modest growth in household expenditures over the projection horizon, compared with both the rapid pace seen during the recovery and the outlook presented in the *July Report*. Lower commodity prices and heightened volatility in financial markets stemming from the weaker and more uncertain global economic outlook are projected to weigh on the wealth and confidence of Canadian households, resulting in a higher savings rate amid more moderate growth in personal disposable income than was projected in July (**Chart 28**). As a result, the Bank continues to expect a moderation in the upward trajectory of the household debt-to-income ratio. In this context, the Bank also continues to expect household expenditures as a share of the economy to decline gradually toward its historical average (**Chart 29**).

Chart 27: The less-favourable external environment is affecting Canada partly through lower commodity prices, which depress real gross domestic income

Year-over-year percentage change in real GDI, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 28: Growth in personal disposable income is expected to moderate over the projection horizon

Percentage change, annual data



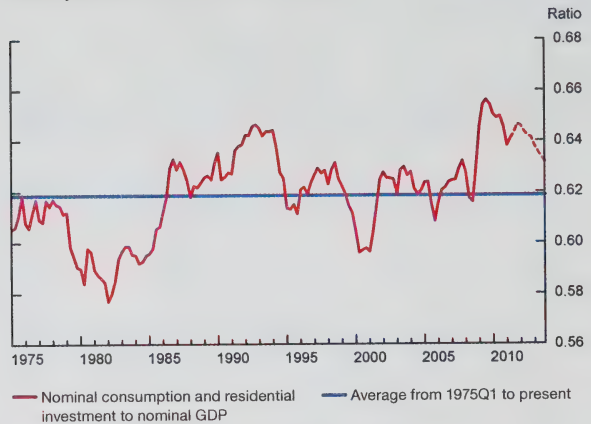
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

As in July, business fixed investment is expected to continue to grow solidly over the projection horizon, with considerable scope remaining to make up for the unusually sharp decline experienced during the recession (**Chart 30**). The outlook for investment continues to be underpinned by the solid financial positions of Canadian firms, favourable credit conditions and relatively high commodity prices, as well as the impetus to improve productivity in response to heightened pressures to become more competitive. However, a somewhat more subdued profile than had been anticipated for the growth of business fixed investment is expected over the near term, reflecting the effects on confidence from the uncertain economic outlook, as well as lower but still elevated commodity prices. This projection for business investment is consistent with the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, which showed that investment intentions remain strong, albeit slightly less so than in previous

Business fixed investment is expected to continue to grow solidly

Chart 29: The share of household expenditures in GDP is expected to decline gradually toward its historical average

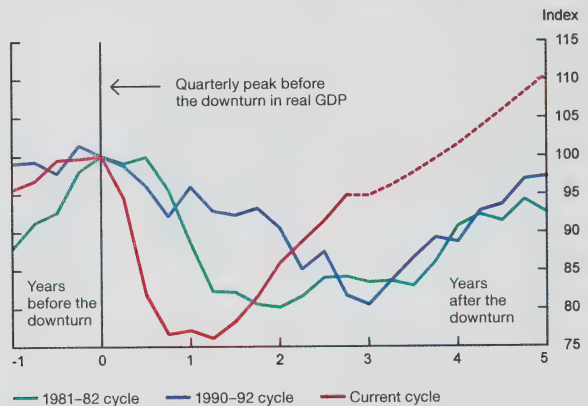
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Chart 30: Business fixed investment is projected to remain robust

Comparison of real business fixed investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

surveys, as some firms indicated a more cautious approach to their capital spending plans and a possible postponement of projects, given the uncertainty in the current environment.

The Bank's base-case projection assumes that the contribution of government spending to real GDP growth will be negative through the balance of 2011 and into 2012, consistent with the previously announced unwinding of fiscal stimulus. The profile for government expenditures has been adjusted upward from the *July Report*, incorporating the latest national accounts estimates and information from all levels of government.

Canadian exports are now projected to be weaker than anticipated in the July *Report*, owing to the significantly weaker outlook for foreign demand. Nonetheless, the Bank continues to expect modest growth in exports over the projection horizon, owing to the upward trajectory of U.S. activity, the composition of which is still projected to shift in a relatively favourable manner for Canadian exporters.⁴ Imports are expected to grow modestly over the projection horizon, largely reflecting the adverse consequences of the unsettled global economic and financial environment for domestic demand in Canada. Overall, net exports are expected to remain a source of weakness.

Net exports are expected to remain a source of weakness

The Projection for Inflation

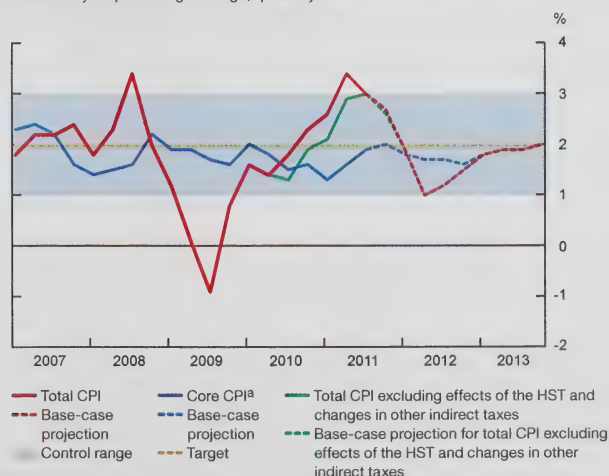
The Bank expects core inflation to remain close to 2 per cent in the near term, as anticipated in the July *Report*, before declining through 2012 as considerable economic slack persists and food price inflation slows. Core inflation is then expected to return to 2 per cent by the end of 2013 as excess supply in the economy is slowly absorbed, the growth of labour compensation increases modestly and inflation expectations remain well anchored (**Table 3** and **Chart 31**). This profile for core inflation is slightly softer than was anticipated in the July *Report*, reflecting the weaker outlook for the Canadian economy.

Total CPI inflation is projected to continue to fall in coming quarters, reflecting the gradual impact on gasoline prices of lower oil prices. Total CPI inflation is projected to drop to around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013. This return to target is somewhat later than had been anticipated in the July *Report*, owing to the downward revision to core inflation and to the lower profile assumed for world commodity prices.

Total CPI inflation is projected to drop to around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013

Chart 31: Total CPI inflation in Canada is projected to fall temporarily near 1 per cent in mid-2012, reflecting the recent decline in world oil prices

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

⁴ The Bank continues to project that U.S. demand growth will be more concentrated in components such as business fixed investment and residential investment, which incorporate a relatively high degree of Canadian export content.

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada^a

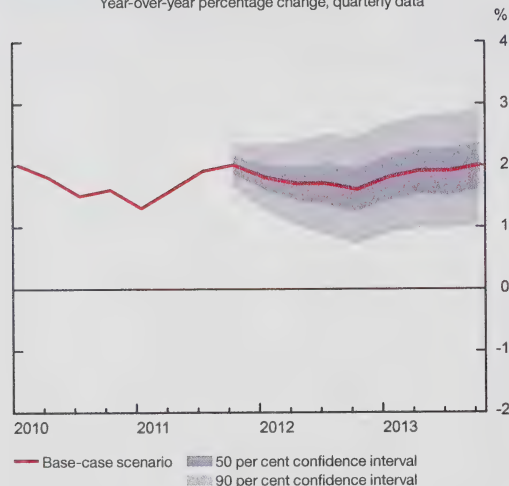
	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 (3.1)	3.6 (3.9)	-0.4 (1.5)	2.0 (2.8)	0.8 (2.9)	1.9 (2.9)	2.5 (2.6)	3.0 (2.5)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 (3.3)	2.9 (2.9)	2.2 (2.7)	2.1 (2.8)	1.5 (2.8)	1.1 (2.5)	1.8 (2.8)	2.1 (2.7)	2.6 (2.5)	2.9 (2.3)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	2.9 (2.1)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.3 (1.3)	1.6 (1.7)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	1.8 (2.1)	1.7 (2.0)	1.7 (2.0)	1.6 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.6 (2.6)	3.4 (3.4)	3.0 (2.8)	2.7 (2.6)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)	3.0 (2.8)	2.6 (2.5)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (97)	85 (98)	87 (100)	87 (101)	87 (102)	88 (102)	88 (103)	88 (103)	88 (103)	88 (103)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2011 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

Chart 32: Projection for core CPI inflation

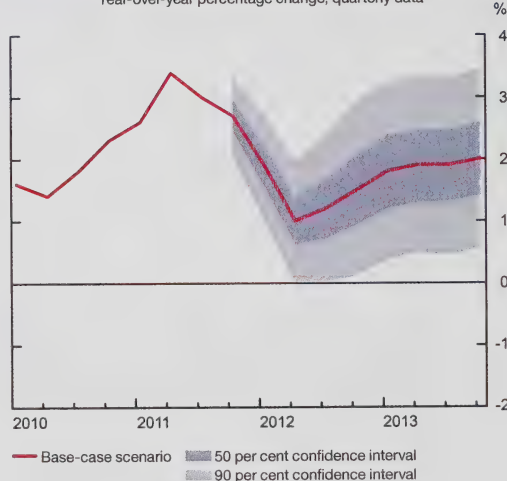
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

Chart 33: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 32** and **Chart 33** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the fourth quarter of 2011 to the end of 2013.⁵

⁵ Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; key word search: fan charts.

Risks to the Outlook

The inflation outlook in Canada is subject to several significant risks. In particular, the Bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger momentum in Canadian household spending, and the possibility of a faster-than-expected rebound in business and consumer confidence.

- Global inflationary pressures could be more persistent than currently projected if growth in emerging-market economies does not decelerate to more sustainable levels or if potential output in advanced economies is lower than projected.
- There could be stronger-than-expected momentum in household expenditures in Canada. With very stimulative financing conditions, borrowing could grow at a faster pace than anticipated.
- Uncertainty about the resolve of policy-makers to address challenges and mounting concern about future economic prospects are having a marked effect on global economic activity. More decisive policy action in the major advanced economies than currently anticipated could lift confidence more rapidly than currently projected.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe, the increased probability of a recession in the U.S. economy, and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

- Failure to contain the crisis in Europe is the most serious risk facing the global and Canadian economies. The effects on Canada through financial, confidence and trade channels would be substantial, given the size and importance of the euro area.
- Economic growth in the United States through the first half of 2011 slowed to levels that in previous periods often preceded a recession. A U.S. recession would have material consequences for growth and inflation in Canada, given the tight trade and financial links between the two countries.
- High household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: www.bankofcanada.ca

Monetary Policy Report (January, April, July and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (January, April, July and October)

Senior Loan Officer Survey (January, April, July and October)*

Speeches and Statements by the Governor*

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information

Annual Report

A History of the Canadian Dollar

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers*

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

* Available only on the Bank's website

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Rapport sur la politique monétaire

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier

Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada

Paraît chaque trimestre. (Voir les renseignements relatifs aux

abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur*

Statistiques bancaires et financières de la Banque

du Canada*

Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*

Paraît tous les vendredis.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

**Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation :
note d'information**

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell. Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes en sus.

Actes de colloques

On peut se procurer des copies papier des actes des colloques
tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 \$ CAN
l'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent
aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études
et autres communications présentées à des colloques, sémi-
naires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont
publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

Rapports techniques, documents de travail

et documents d'analyse*

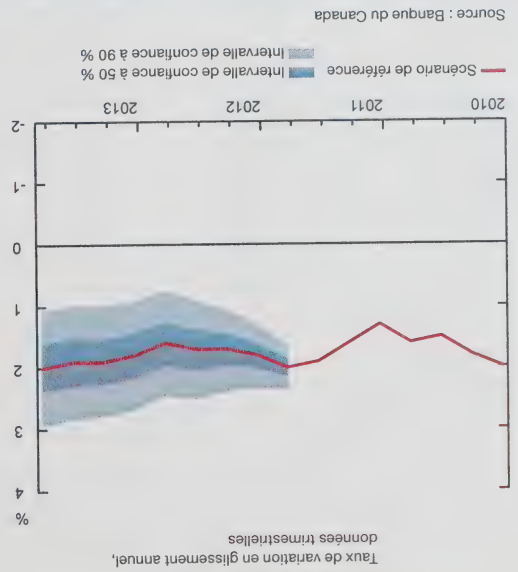
Les rapports techniques, les documents de travail et les docu-
ments d'analyse sont publiés en régie générale dans la langue
utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un
résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des
travaux de recherche terminés qui portent sur des questions
techniques relatives aux grandes fonctions et au processus
décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes
et aux banquiers centraux.

- La croissance de l'économie américaine jusqu'à la fin du premier semestre de 2011 a ralenti à des niveaux qui, dans le passé, ont souvent précédé une récession. Une récession aux États-Unis aurait des conséquences notables sur la croissance et l'inflation au Canada, étant donné les liens commerciaux et financiers très étroits qui existent entre les deux pays.
 - Le lourd endettement des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'anticipée de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie.
- Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Les risques entourant les perspectives

- Plusieurs risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. En particulier, dans sa projection, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse.
- Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens et à la possibilité que la confiance des entreprises et des consommateurs revienne plus rapidement qu'espcompté.
- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus persistantes qu'on ne l'envisage en ce moment si la croissance dans les pays émergents ne décelère pas pour s'établir à des niveaux plus soutenables ou si la production potentielle dans les économies avancées est plus faible que projeté.
- Le dynamisme des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vigoureux qu'espcompté. Compte tenu des conditions financières très avantageuses, les emprunts pourraient croître à un rythme plus rapide qu'anticipé.
- L'incertitude quant à la détermination des décideurs publics à résoudre les difficultés et les préoccupations grandissantes à propos de l'évolution future de l'économie ont une incidence marquée sur l'activité économique mondiale. La prise de mesures de politique plus résolues dans les grandes économies avancées qu'on ne l'entrevoit présentement pourrait faire remonter la confiance plus vite que ce que suppose la projection actuelle.
- Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe, à la probabilité accrue d'une récession économique aux États-Unis et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible que prévu.
- Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sont exposées les économies canadienne et mondiale. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille et de l'importance de la zone euro.

Graphique 32 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence



Graphique 33 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

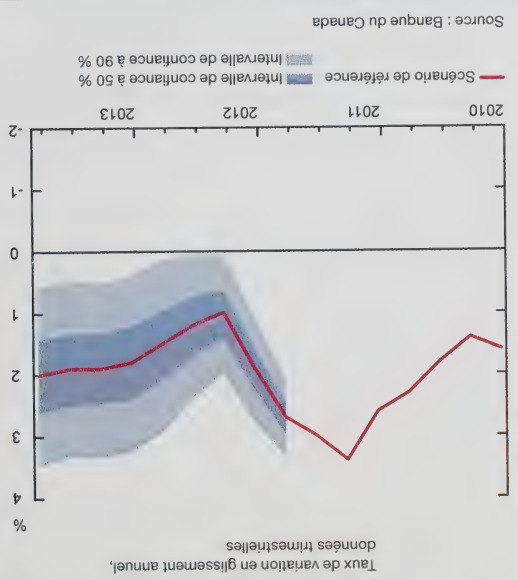
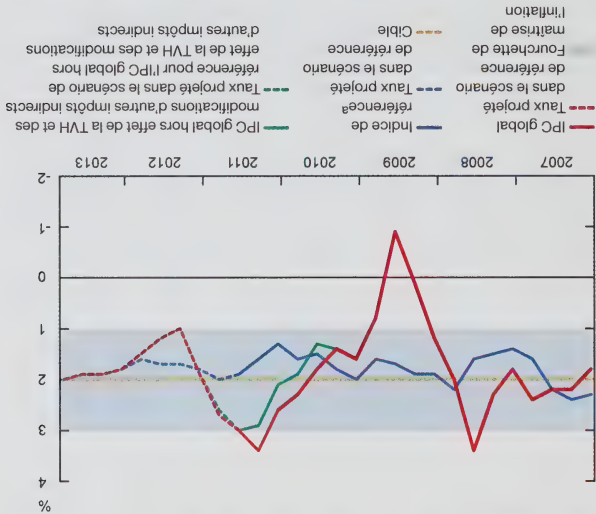


Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

	2010				2011				2012				2013			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,1	3,6	(3,9)	(1,5)	(2,8)	0,8	(2,9)	(2,5)	3,0	3,0	(2,1)	(2,1)	3,0	3,0	(2,1)	(2,1)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,3	2,9	(2,9)	(2,7)	(2,8)	1,5	(2,5)	(2,8)	1,8	2,1	(2,5)	(2,3)	3,0	3,0	(2,1)	(2,1)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6	1,3	1,6	1,9	2,0	1,8	1,7	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,3	2,6	(2,6)	(3,4)	(2,8)	2,7	(2,0)	(2,0)	1,2	1,5	(2,0)	(2,0)	1,9	1,9	(2,0)	(2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,9	2,1	(2,1)	(2,9)	(2,8)	2,6	(2,3)	(1,9)	1,2	1,5	(2,0)	(2,0)	1,8	1,9	(2,0)	(2,0)
WPI ^b (niveau)	85	85	94	(103)	90	85	(98)	(100)	87	87	(101)	(102)	88	88	(103)	(103)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet 2011 du Rapport sur la politique monétaire.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U., le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 21 octobre 2011.

Graphique 31 : L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada devrait diminuer temporairement pour s'établir à près de 1 % au milieu de 2012 en raison de la baisse récente des cours mondiaux du pétrole



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Dans son scénario de référence, la Banque postule que la contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel sera négative pendant le reste de l'année 2011 et une partie de 2012, ce qui cadre avec le retrait des mesures de relance budgétaire annoncé précédemment. Le profil des dépenses publiques a été revu à la hausse depuis la parution du *Rapport de juillet* pour tenir compte des dernières estimations des comptes nationaux ainsi que de l'information la plus récente provenant de tous les ordres de gouvernement. La Banque anticipe maintenant que les exportations canadiennes seront plus faibles qu'escompté en juillet, du fait de l'importante détérioration des perspectives de la demande étrangère. Elle continue néanmoins de s'attendre à une croissance modeste des exportations durant la période de projection, à la faveur du mouvement ascendant de l'activité aux États-Unis, activité dont on prévoit encore que la composition se modifiera d'une manière relativement favorable aux exportateurs canadiens⁴. Les importations devraient connaître au cours de la période projetée une augmentation modérée, en raison principalement des conséquences néfastes de l'instabilité économique et financière mondiale pour la demande intérieure au Canada. Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient demeurer une source de faiblesse.

La projection en matière d'inflation

La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence continue d'avoisiner 2 % à court terme, comme prévu en juillet, avant de redescendre tout au long de 2012, sous l'effet de la persistance de la marge considérable de capacités inutilisées et du ralentissement de la hausse des prix de l'alimentation. Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait remonter à 2 % à la fin de 2013, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement, la progression de la rémunération du travail s'accroissant modestement et les attentes d'inflation restant bien ancrées (Tableau 3 et Graphique 31). Ce profil de l'inflation mesurée par l'indice de référence est légèrement plus modeste que celui exposé en juillet, du fait de l'assombrissement des perspectives de l'économie canadienne.

La Banque projette que l'inflation mesurée par l'IPC global continuera de chuter au cours des prochains trimestres, compte tenu de l'incidence graduelle de la baisse des cours du pétrole sur les prix de l'essence. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre jusqu'à environ 1 % au milieu de 2012 avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % à la fin de 2013. Ce retour à la cible est prévu un peu plus tard qu'on ne l'anticipait dans le *Rapport de juillet*, en raison de la révision à la baisse apportée à l'inflation mesurée par l'indice de référence et du profil plus modeste postulé pour les prix mondiaux des produits de base. La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation. L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 32** et le **Graphique 33** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2011 à la fin de 2013⁵.

4 La Banque continue de projeter que la croissance de la demande aux États-Unis se concentrera davantage dans des composantes telles que les investissements fixes des entreprises et l'investissement résidentiel, qui ont une teneur relativement élevée en exportations canadiennes.

5 Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Rechercher.

Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient demeurer une source de faiblesse.

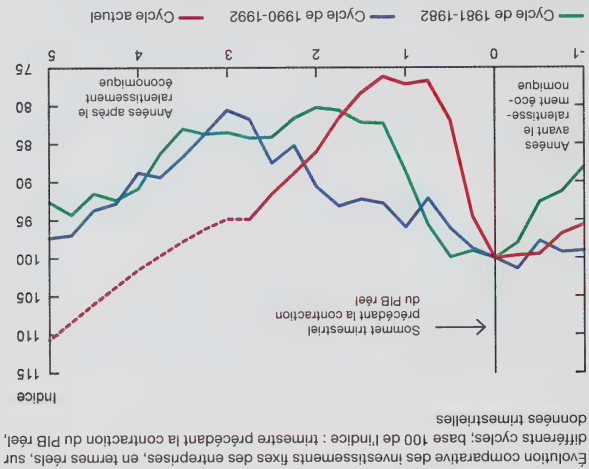
L'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre jusqu'à environ 1 % au milieu de 2012 avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % à la fin de 2013.

Graphique 29 : La part des dépenses des ménages dans le PIB devrait diminuer graduellement pour se rapprocher de sa moyenne historique



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 30 : La croissance des investissements fixes des entreprises devrait demeurer robuste



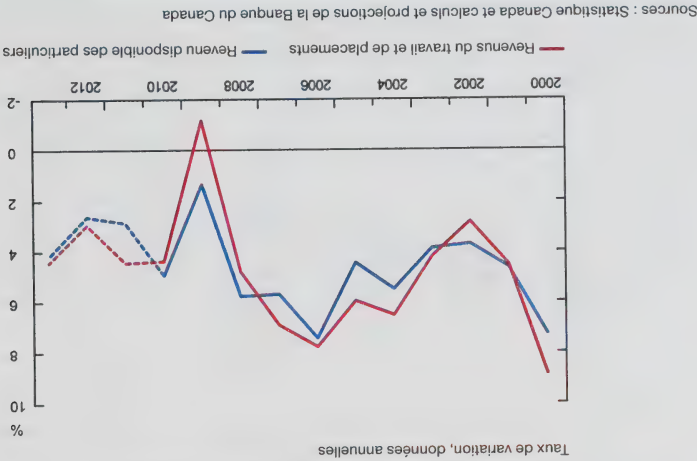
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

prévu précédemment, lié aux effets des perspectives économiques incertaines sur la confiance, ainsi qu'à la baisse des cours des produits de base, qui demeurent néanmoins élevés. Cette projection concernant les investissements des entreprises concorde avec les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives de ces dernières parus à l'automne, selon lesquels les intentions d'investissement restent fermes, quoique légèrement moins que lors des enquêtes précédentes, certaines firmes se disant plus prudentes quant à leurs projets d'investissement et indiquant qu'elles pourraient mettre des projets en veilleuse, vu l'incertitude qui caractérise la conjoncture actuelle.

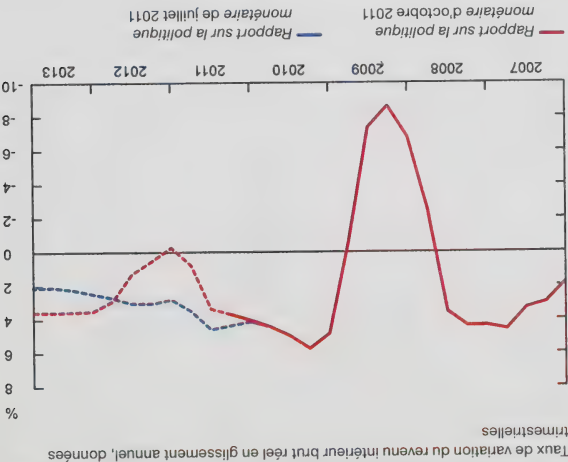
Les investissements fixes des entreprises devraient continuer de progresser à un rythme solide.

Tout comme on l'envisageait en juillet, les investissements fixes des entreprises devraient continuer de progresser à un rythme solide durant la période de projection, un écart considérable restant à combler pour compenser le déclin inhabituellement marqué enregistré durant la récession (Graphique 30). Ces perspectives continuent de reposer sur la situation financière solide des entreprises canadiennes, des conditions de crédit favorables et le niveau relativement élevé des prix des produits de base, de même que sur l'incitation à réhausser la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. Cependant, on table, à court terme, sur un profil de croissance des investissements fixes des entreprises un peu plus modéré que

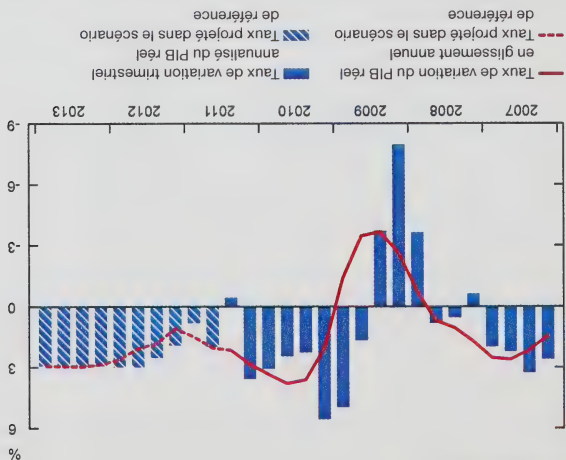
Graphique 28 : L'accroissement du revenu disponible des particuliers devrait marquer le pas au cours de la période de projection



Graphique 27 : Le Canada se ressent de la dégradation du contexte extérieur, en partie à cause du recul du prix des produits de base, qui exerce des pressions à la baisse sur le revenu intérieur brut réel

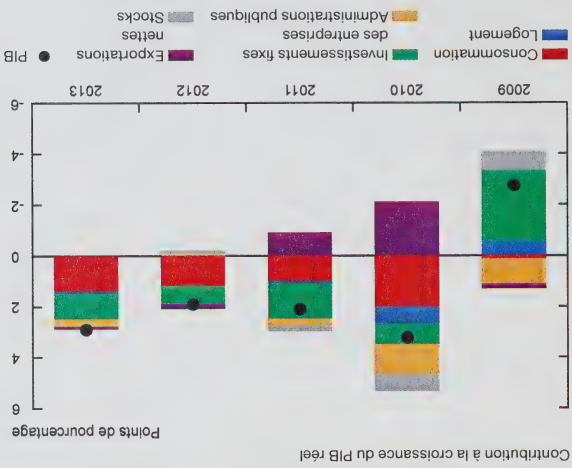


Graphique 25 : Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter en 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique 26 : La demande intérieure devrait rester le principal moteur de la croissance



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

financiers découlant des perspectives économiques mondiales plus faibles et plus incertaines devraient peser sur la richesse et la confiance des ménages canadiens et, du coup, se traduire par une augmentation du taux d'épargne, dans un contexte de croissance du revenu disponible des particuliers plus modérée qu'espérée en juillet (**Graphique 28**). En conséquence, la Banque anticipe encore une modération du mouvement à la hausse du ratio de la dette au revenu des ménages. Dans ce contexte, elle continue également d'entrevoir que la part des dépenses des ménages dans l'économie diminuera graduellement pour se rapprocher de sa moyenne historique (**Graphique 29**).

La Banque prévoit une croissance relativement modeste des dépenses des ménages durant la période projetée, par rapport à la cadence rapide observée pendant la reprise et aux perspectives présentes en juillet. La Banque prévoit une croissance des prix des produits de base et la volatilité accrue des marchés projetée.

Dans ce scénario de référence, on entrevoit une expansion de l'économie canadienne plus faible que dans le *Rapport* de juillet, le contexte extérieur nettement moins favorable ayant des incidences sur le Canada par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux. La demande intérieure devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection (*Graphique 26*), mais afficher un profil plus faible qu'anticipé précédemment. On prévoit maintenant une croissance relativement modeste des dépenses des ménages, à cause de l'effet négatif qu'ont la baisse des prix des produits de base et la volatilité accrue des marchés financiers sur les revenus, la richesse et la confiance des ménages canadiens (*Graphique 27*). On s'attend toujours à ce que le rythme de progression des investissements fixes des entreprises soit solide, compte tenu des conditions financières très favorables et des pressions concurrentielles accrues, mais qu'il soit tempéré par les perspectives mondiales plus sombres et plus incertaines. Le profil d'évolution des exportations canadiennes a également été revu à la baisse, à la lumière du niveau moins élevé de l'activité économique à l'étranger. Les exportations nettes devraient demeurer une source de faiblesse, du fait de l'atonie de la demande étrangère et des problèmes qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

La Banque prévoit une croissance relativement modeste des dépenses des ménages durant la période projetée, par rapport à la cadence rapide observée pendant la reprise et aux perspectives présentes en juillet. La Banque prévoit une croissance des prix des produits de base et la volatilité accrue des marchés

Le contexte extérieur nettement moins favorable a des incidences sur le Canada par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux.

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la Note technique 2 du présent rapport.

	2010	2011	2012	2013
Consommation	2,0 (2,0)	1,0 (1,3)	1,2 (1,6)	1,4 (1,1)
Logement	0,7 (0,7)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,1 (0,0)
Administrations publiques	1,2 (1,2)	0,3 (-0,1)	-0,1 (-0,3)	0,3 (0,2)
Investissements fixes des entreprises	0,8 (0,8)	1,4 (1,6)	0,7 (1,1)	1,0 (0,7)
Total partiel : demande intérieure finale	4,7 (4,7)	2,8 (2,9)	1,8 (2,4)	2,8 (2,0)
Exportations	1,8 (1,8)	1,2 (1,3)	0,9 (1,1)	1,1 (1,1)
Importations	-4,0 (-4,0)	-2,1 (-1,7)	-0,7 (-0,8)	-1,0 (-1,0)
Total partiel : exportations nettes	-2,1 (-2,1)	-0,9 (-0,4)	0,2 (0,3)	0,1 (0,1)
Stocks	0,6 (0,6)	0,2 (0,3)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)
PIB	3,2 (3,2)	2,1 (2,8)	1,9 (2,6)	2,9 (2,1)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	1,6 (1,8)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	5,0 (5,0)	2,8 (4,1)	1,1 (2,9)	3,6 (2,2)

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

En points de pourcentage^a

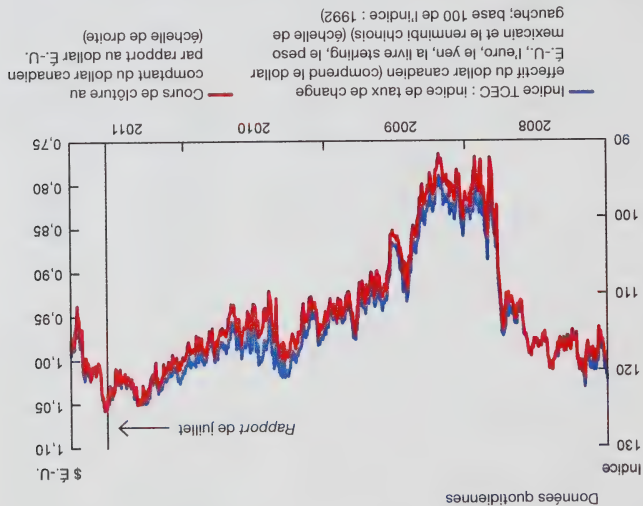
projection repose sur l'hypothèse que la crise européenne sera contenue, ce qui entraînera une réduction de l'incertitude et un retour graduel de la confiance (*Tableau 2 et Graphique 25*). Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,1 % en 2011 et de 1,9 % en 2012, tandis qu'en 2013, on s'attend à ce que le rythme d'expansion dépasse temporairement le taux d'accroissement de la production potentielle (pour s'établir à 2,9 %). Ce profil de croissance implique que l'économie tournera de nouveau à plein régime à la fin de 2013.

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit s'est redressée au cours des derniers mois, ce qui indique que la préférence pour la liquidité s'est réintensifiée dans une certaine mesure parallèlement à la montée de l'incertitude. L'expansion de l'agrégat au sens large M2++ est toutefois restée modeste ces derniers mois, ce qui laisse encore entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à environ 99 cents £-U. depuis la date d'annonce préalable de septembre, ce qui est inférieur au niveau de 103 cents £-U. postulé dans le *Rapport de juillet*. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) a connu une dépréciation de taille similaire au recul du taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain (Graphique 24).

Graphique 24 : La valeur du dollar canadien a baissé depuis la parution du Rapport de juillet



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada
Dernière observation : 21 octobre 2011

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 99 cents £-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; le maintien des prix des produits de base non énergétiques à des niveaux élevés; une incertitude accrue et des conditions financières mondiales relativement volatiles persistant jusqu'à la mi-2012, avant de s'améliorer progressivement.

L'offre et la demande globales

La Banque prévoit maintenant que la croissance de l'économie canadienne sera lente jusqu'au milieu de 2012, et qu'elle s'améliorera ensuite. Cette

La Banque prévoit maintenant que la croissance de l'économie canadienne sera lente jusqu'au milieu de 2012, et qu'elle s'améliorera ensuite.

Comme prévu, l'expansion des crédits aux ménages a ralenti pour se situer en deçà de sa moyenne historique.

Comme prévu, compte tenu de la disparition des facteurs temporaires qui avaient stimulé la demande de crédit hypothécaire à l'habitation au premier trimestre, l'expansion des crédits aux ménages a ralenti pour se situer en deçà de sa moyenne historique ces derniers mois (Graphique 23). Ces facteurs comprennent notamment les effets retardés de la forte hausse des ventes de maisons existantes au quatrième trimestre de l'année dernière, ainsi qu'un certain décalage de l'activité lié aux modifications apportées aux règles régissant l'assurance hypothécaire.

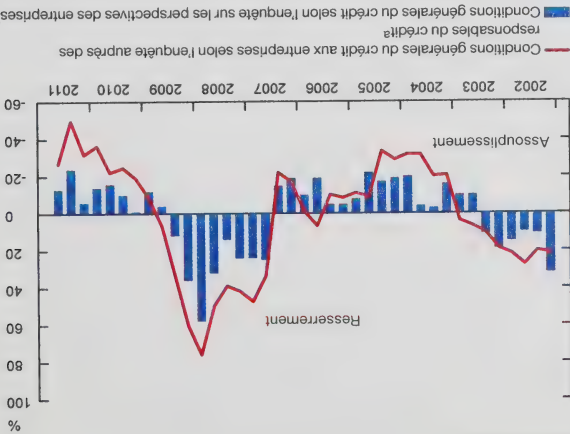
Source : Banque du Canada
Dernière observation : août 2011



Graphique 23 : La croissance du crédit aux entreprises demeure solide, tandis que celle du crédit aux ménages a adopté un rythme inférieur à sa moyenne historique

Source : Banque du Canada
Dernière observation : 2011T3

a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage des entreprises qui signalent un assouplissement



Graphique 22 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au troisième trimestre de 2011

Soide des options

Les conditions financières au Canada

Dans l'ensemble, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens restent très avantageux (**Graphique 21**), et fournissent un sou-

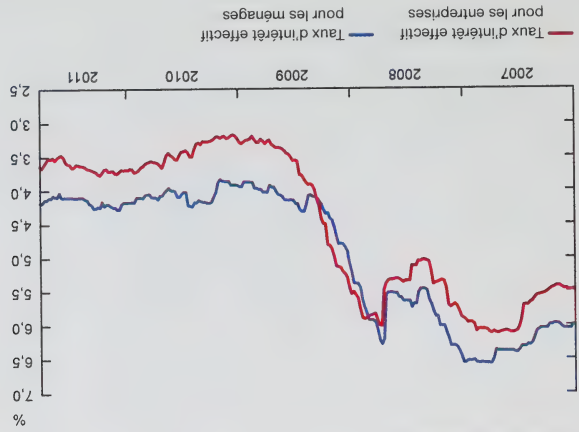
Dans l'ensemble, l'offre et le coût du crédit au Canada restent très avantageux.

Ces résultats concordent avec ceux de l'enquête menée par la Banque après des responsables du crédit au troisième trimestre de 2011 (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), qui font également ressortir un nouvel allègement des conditions de crédit (**Graphique 22**), attribuable principalement à la concurrence que se livrent les prêteurs entre eux.

Les conditions financières globales se sont toutefois légèrement durcies au Canada depuis la parution du *Rapport* de juillet, en raison de la détérioration des conditions sur les marchés de capitaux. Le degré accru d'aversion au risque et de volatilité ainsi que le recul des attentes relatives à la croissance observés sur les marchés mondiaux ont pesé sur les conditions des marchés de capitaux au cours des derniers mois. Alors que les rendements des obligations d'État canadiennes ont fortement baissé, les écarts relatifs aux obligations de sociétés se sont creusés et l'accès aux marchés s'est resserré pour les emprunteurs moins solvables. En outre, l'indice composite S&P/TSX a reculé de plus de 15 % par rapport au sommet atteint en avril dernier. Par conséquent, le volume d'émission d'obligations et d'actions a diminué de façon notable comparativement à celui enregistré plus tôt cette année.

Malgré la reprise des investissements des entreprises en cours actuelle-ment, la croissance de l'ensemble des crédits accordés à ces dernières est demeurée solide au cours des derniers mois.

Graphique 21 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas



— Taux d'intérêt effectif pour les entreprises
— Taux d'intérêt effectif pour les ménages

Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.
Source : calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : 21 octobre 2011

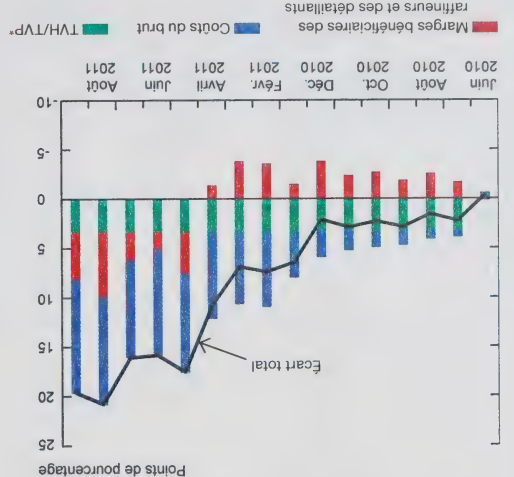
La relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence

mode de calcul du coût moyen du pétrole brut pour les raffineries canadiennes, car leurs deux cours étaient étroitement liés.

Depuis le début de l'année, cependant, le WTI s'est échangé à un prix de plus en plus bas par rapport au cours du Brent (Graphique 3-B) en raison des réserves excédentaires qui s'accumulent au terminal pétrolier de Cushing (Oklahoma). Le WTI se vend actuellement à 87 \$ E.-U., tandis que le prix du baril de Brent s'élève à 109 \$ E.-U., un écart plusieurs fois supérieur à ce qui s'observait normalement par le passé. Dans ce contexte, les coûts du brut assumés

Graphique 3-C : L'évolution divergente du prix de l'essence et du cours du WTI depuis le début de l'année peut être attribuée aux variations des coûts du brut et des marges bénéficiaires

Contribution de divers facteurs à l'écart entre le prix effectif de l'essence et celui que laissait présager sa relation passée avec le cours du WTI.

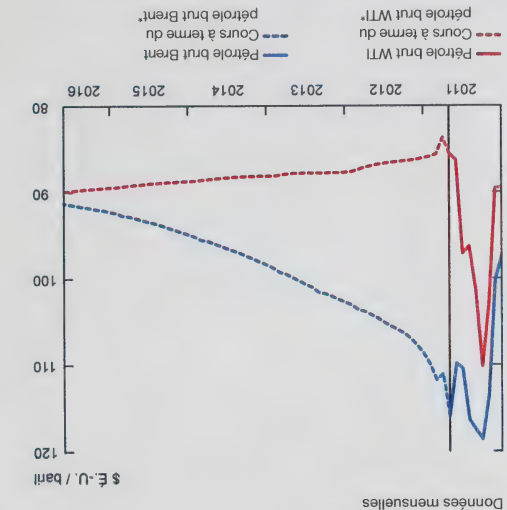


Nota : Calculs effectués en partant de l'hypothèse que le pétrole raffiné au Canada est indexé à hauteur de 57 % sur le cours du WTI et à hauteur de 43 % sur le cours du Brent.
* Taxe de vente harmonisée et taxe de vente provinciale
Sources : Statistique Canada, Commodity Research Bureau et calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : septembre 2011

Graphique 3-D : D'après les marchés financiers à terme, l'écart entre les cours du Brent et du WTI ne se refermera qu'en 2016

Si l'on se fonde sur les prix des contrats à terme, l'écart entre le cours du WTI et celui du Brent devrait se maintenir pendant encore quelques années (Graphique 3-D). Les coûts du brut utilisés au Canada devraient donc demeurer élevés par rapport à ceux du WTI, ce qui influera sur les projections concernant le prix de l'essence et l'IPI global.

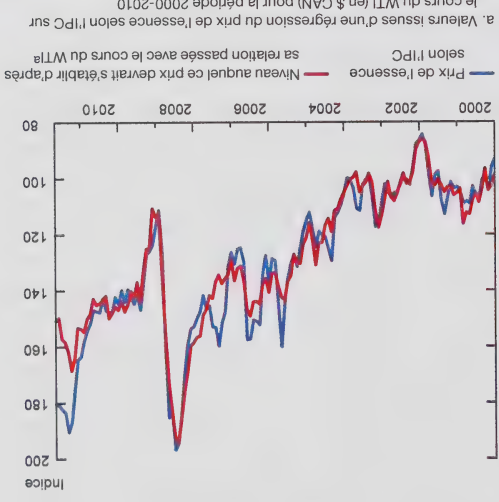
par les raffineries au Canada ont été supérieurs en général à ceux que laissait présager le cours du pétrole WTI. C'est en partie pourquoi l'essence est restée relativement chère à l'échelle nationale. Les taxes et les marges bénéficiaires ont également joué un rôle (Graphique 3-C). Des différences régionales ressortent néanmoins, conséquences à la fois des différences dans les variétés de brut transformées par les raffineries et de l'évolution des marges bénéficiaires de ces derniers.



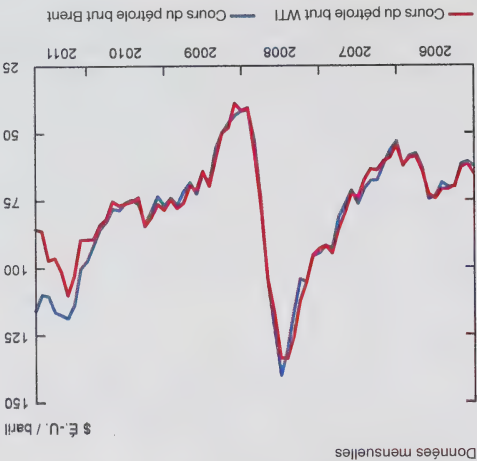
* Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 21 octobre 2011
Sources : Commodity Research Bureau et Bloomberg

La relation entre le prix du pétrole brut et de l'essence

Graphique 3-A : En 2011, le prix de l'essence a été beaucoup plus élevé que ne le laissait entrevoir le cours du WTI, le brut de référence en Amérique du Nord



Graphique 3-B : Les cours du Brent et du WTI ont divergé l'un de l'autre en 2011



Le prix de l'essence à la pompe se compose de plusieurs éléments : le coût du pétrole brut, les taxes et les marges bénéficiaires des raffineurs et détaillants. De tous ces éléments, c'est généralement le coût du pétrole brut qui contribue le plus aux variations du prix de l'essence. Bien que le pétrole raffiné au Canada soit obtenu à partir de différentes qualités de brut, le prix du pétrole West Texas Intermédiaire (WTI), principal cours de référence de l'or noir aux États-Unis, a fourni historiquement une bonne approximation de l'évolution des coûts de raffinage au Canada et, de fait, des fluctuations du prix de l'essence au pays¹.

Depuis le début de 2011, on observe toutefois que le prix de l'essence vendue au Canada s'est accru globalement davantage que le cours du WTI; en outre, la chute abrupte de ce dernier depuis le printemps ne s'est pas accompagnée d'une baisse équivalente du prix de l'essence (**Graphique 3-A**). En septembre 2011, l'essence se vendait à un prix qui dépassait d'environ 20 % celui que la corrélation historique avec le cours du WTI aurait permis d'entrevoir — un écart ayant contribué à hauteur de 1,2 % à la progression du niveau de l'IPC global². Ce phénomène s'explique par une combinaison de facteurs structurels, le niveau des taxes et l'évolution des marges bénéficiaires, comme on le verra ci-après.

Selon leur emplacement géographique, les raffineries canadiennes emploient différentes variétés de pétrole brut. Alors que le pétrole qui entre dans les raffineries du centre du pays contient une forte proportion de brut indexé sur le cours du WTI, le pétrole des raffineries situées sur les deux façades maritimes se compose d'une plus grande part de brut d'autres qualités adossé au cours du Brent, principal étalon à l'extérieur de l'Amérique du Nord. À l'échelle du pays, les raffineries canadiennes utilisent en proportions à peu près égales en moyenne des variétés de pétrole brut indexées sur le WTI et le Brent³. Historiquement, le choix de l'un ou l'autre de ces deux types de brut importait peu dans le

1 Cela n'a pas été le cas durant les années 2005 à 2007, où la corrélation s'est dégradée par suite de perturbations dans les opérations de raffinage, notamment celles occasionnées par l'ouragan Katrina.

2 Dont deux dixièmes de point de pourcentage sont imputables à l'incidence de l'introduction de la taxe de vente harmonisée en Ontario sur le niveau national des prix de l'essence.

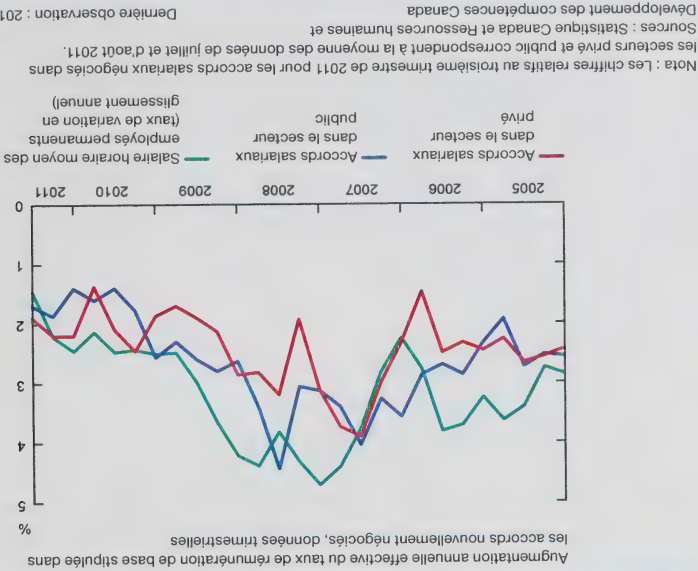
3 Renseignements fondés sur les chiffres de l'Association canadienne des producteurs pétroliers concernant les capacités de raffinage.

(suite à la page suivante)

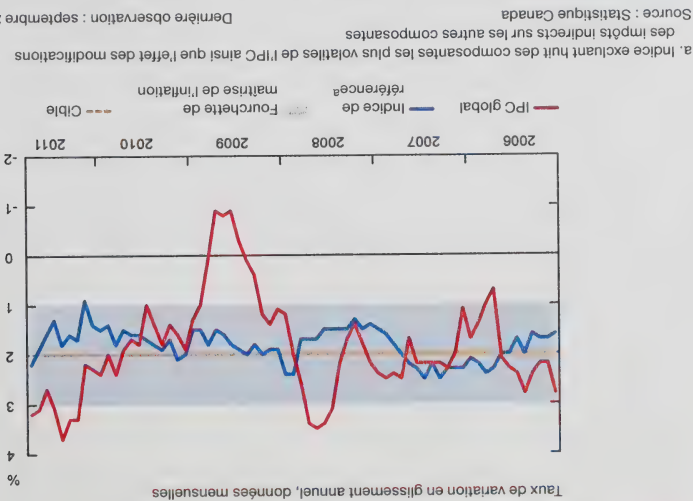
Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent que les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent que les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %. Les compilations de Consensus Economics publiées en octobre font état pour 2012 d'un taux d'accroissement prévu de l'IPC global de 1,9 %. Selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet automne par la Banque, 88 % des firmes estiment que l'inflation moyenne demeurera à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % au cours des deux prochaines années. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

Graphique 20 : La progression des salaires demeure modeste



Graphique 19 : L'inflation mesurée par l'IPC global est poussée à la hausse par les prix des aliments et de l'énergie



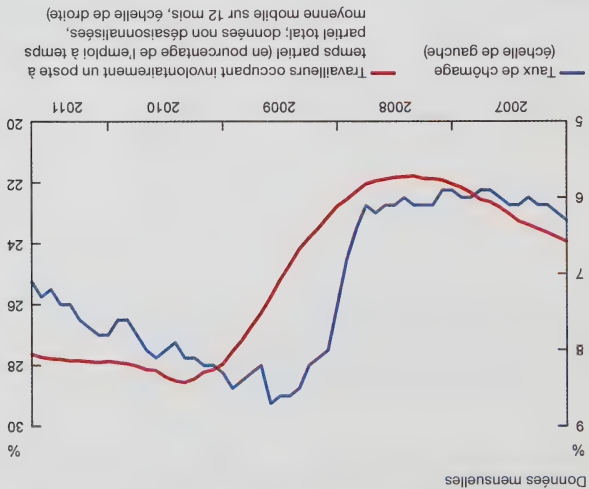
L'inflation et la cible de 2 %

Comme la Banque le prévoyait dans le *Rapport* de juillet, l'inflation mesurée par l'indice de référence a atteint 1,9 % au troisième trimestre, après avoir affiché 1,6 % au trimestre précédent (**Graphique 19**). Cet accroissement tient en partie à la disparition de l'effet de la TVH sur le taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel³. L'augmentation des prix des aliments inclus dans cet indice a été un peu moins marquée qu'on ne l'envisageait en juillet, mais son incidence sur l'inflation mesurée par l'indice de référence a été compensée par des hausses légèrement plus prononcées que prévu des prix des vêtements et de certains services compris dans l'indice de référence. Les tensions inflationnistes sous-jacentes demeurent limitées, du fait de la persistance de l'offre excédentaire au sein de l'économie et de la croissance modeste de la rémunération du travail (**Graphique 20**), de même que de l'effet modérateur de l'appréciation passée du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'IPC global a chuté, passant de 3,4 % au deuxième trimestre à 3,0 % au troisième trimestre, ce qui tient à la disparition des effets de l'introduction de la TVH en juillet 2010 sur le taux d'inflation en glissement annuel. Le recul de l'inflation mesurée par l'IPC global a été quelque peu moins prononcé que la Banque ne l'avait prévu en juillet, principalement à cause des prix de l'essence qui sont demeurés fermes malgré les diminutions récentes des cours mondiaux de l'énergie, ce qui reflète en partie une divergence inhabituelle entre les prix de différents types de pétrole brut (**Note technique 3**).

3 L'introduction de la TVH en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010 a eu un effet d'atténuation, qui se chiffrait à 0,3 point de pourcentage, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence lié aux remontements de taxes aux entreprises qui ont été répercutés sur les prix. Cet effet a été moins important que l'effet positif direct de l'introduction de la TVH, qui se reflète dans l'inflation selon l'IPC global et qui a donné lieu à une hausse de l'inflation globale à compter du troisième trimestre de 2010. Ces deux effets temporaires se sont estompés au troisième trimestre de 2011, poussant l'inflation mesurée par l'indice de référence à la hausse et l'inflation mesurée par l'IPC global à la baisse.

Graphique 18 : Des indicateurs clés révèlent une marge importante de ressources inutilisées sur le marché du travail



Dernière observation : septembre 2011

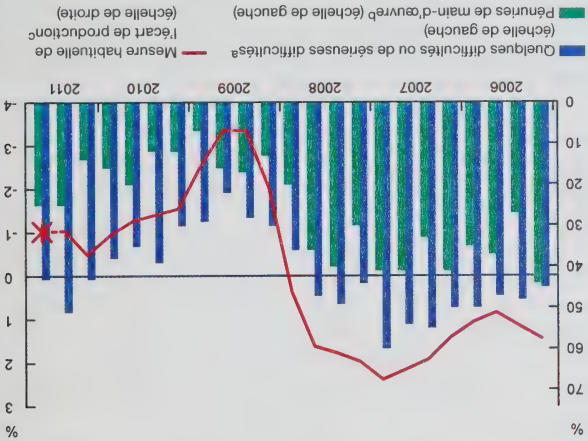
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Divers indicateurs font état d'une capacité excédentaire accrue au sein de l'économie ces derniers mois. Aux deuxième et troisième trimestres, le niveau du PIB réel a été nettement plus bas que la Banque ne l'avait anticipé, ce qui donne à penser que l'écart de production au troisième trimestre a largement dépassé la projection présentée dans le *Rapport* de juillet. Si la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production laisse encore entrer en un degré de capacités inutilisées plus modeste, l'écart s'est néanmoins considérablement creusé, passant de -0,5 % au premier trimestre à -1,0 % au troisième (*Graphique 17*). L'économie afficherait des capacités excédentaires appréciables si l'on se fie à des indicateurs clés du marché du travail — tels que le taux de chômage et le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel (*Graphique 18*) —, ainsi qu'à la proportion inférieure à la moyenne de firmes ayant déclaré être aux prises avec des pénuries de main-d'œuvre dans l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises réalisées à l'autonomie (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque). De plus, d'après les résultats de l'enquête de cet automne, la proportion de firmes qui considèrent qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse tendue de la demande avait nettement diminué depuis l'enquête précédente, mais se situait néanmoins près de sa moyenne historique.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2011, ce qui représente une marge de capacités inutilisées beaucoup plus importante que celle ne l'envisionnait en juillet.

La Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2011.

Graphique 17 : Les pressions sur la capacité de production se sont atténuées ces derniers mois



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sévères difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. Pourcentage à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. b. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande. c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2011 (indiquée par l'astérisque) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre. Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T3

La projection de la Banque relative à l'expansion de la production potentielle au Canada pour la période 2011-2013 a peu changé comparativement à celle présentée dans le *Rapport d'octobre 2010 (Note technique 2)*. Cette croissance devrait augmenter pour passer de 1,6 % en 2011 à 2,1 % en 2013. La période de projection a été prolongée jusqu'à 2014; on estime que le rythme d'accroissement de la production potentielle s'établira alors à 2,2 %. Compte tenu de la reprise vigoureuse et soutenue des dépenses d'investissement, ainsi que des gains d'efficacité réalisés, on prévoit une amélioration de la productivité tendancielle qui s'explique par le fait que les entreprises canadiennes s'efforcent d'adopter des pratiques exemplaires pour faire face aux pressions concurrentielles. Parallèlement, les forces démographiques continueront d'abaisser le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail.

Note technique 2

Révisions touchant la croissance de la production potentielle

Tableau 2-A : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle

	2011	2012	2013	2014
Production potentielle	1,6	2,0	2,1	2,2
Croissance tendancielle de la productivité du travail	0,7	1,1	1,3	1,5
Croissance tendancielle du facteur travail	0,9	0,9	0,8	0,7

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la livraison d'octobre 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail devrait ralentir pour passer de 0,9 % en 2011 à 0,7 % en 2014, en raison, entre autres facteurs démographiques, d'une décélération du rythme d'accroissement de la population en âge de travailler qui se poursuivra jusqu'à la fin de 2014 et au-delà.

Ces tendances avaient été prises en compte dans la projection relative à la production potentielle présentée en octobre 2010. Pour 2011, la progression de la production potentielle a été légèrement révisée à la baisse à la suite de la parution de nouvelles données sur la productivité. Pour les années 2012 et 2013, cependant, le taux d'accroissement prévu actuellement est identique à celui avancé en octobre 2010. En 2014, la poursuite du redressement de la productivité du travail devrait compenser la diminution du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail et donner lieu à une nouvelle hausse du taux de croissance de la production potentielle.

1 Cette analyse est confortée par les résultats des enquêtes menées par la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises.

L'accélération projetée de la croissance tendancielle de la productivité du travail traduit le redressement durable des dépenses d'investissement, qui s'explique par le niveau relativement bas où se situe le coût des biens d'équipement importés du fait de la vigueur du dollar canadien, ainsi que le fort degré de concurrence internationale. L'intensification de la compétitivité favorise aussi les gains d'efficacité en poussant les entreprises canadiennes à adopter de meilleures pratiques et à combler leur retard en matière de technologie¹. La Banque évalue à 0,7 % le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail en 2011; elle prévoit qu'il grimpera à 1,5 % d'ici 2014.

La croissance tendancielle du facteur travail entre 2011 et 2014 contrebalance en partie cette évolution. L'augmentation tendanciel du facteur travail 2011 et même si l'on s'attend à ce que le recul du taux d'augmentation tendanciel de la productivité du travail, de croissance tendanciel au relèvement continu du taux en 2011 à 2,2 % en 2014 (**Tableau 2-A**). Cette orientation à la hausse tient au relèvement continu du taux de croissance tendanciel de la production potentielle devrait s'accroître graduellement et passer de 1,6 % en 2011 à 2,2 % en 2014 (**Tableau 2-A**). Cette orientation à la hausse tient au relèvement continu du taux de croissance tendanciel de la production potentielle

La Banque estime que la croissance économique a rebondi pour s'établir à 2,0 % au troisième trimestre, les facteurs temporaires qui limitaient les exportations nettes au deuxième trimestre s'étant dissipés. La croissance devrait toutefois redescendre au quatrième trimestre, ce qui reflète plus fidèlement l'expansion sous-jacente de l'économie dans un contexte caractérisé par une confiance plus faible et une incertitude plus prononcée.

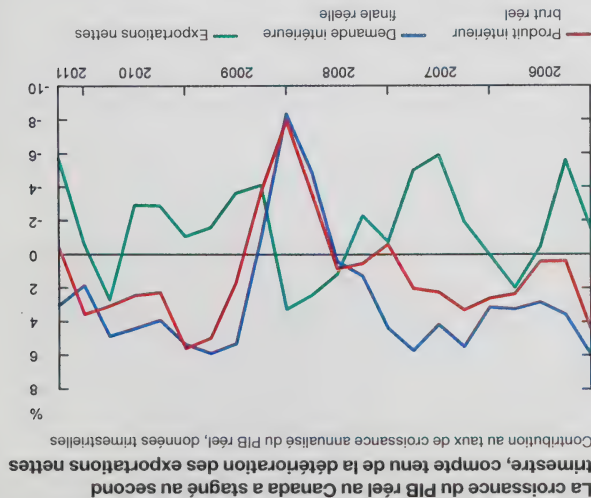
La demande intérieure finale a continué d'afficher une croissance solide au deuxième trimestre, à laquelle toutes ses grandes composantes ont contribué. Les dépenses de consommation se sont redressées après la grande faiblesse enregistrée au premier trimestre. Cependant, comparative-ment aux résultats observés lors de la reprise, le rythme d'expansion de la consommation est resté modéré, ce qui s'explique par l'ajustement au niveau plus élevé des prix des aliments et de l'énergie ainsi que par un ralentissement de la progression du revenu disponible des particuliers. L'accroissement de l'investissement résidentiel a fortement reculé au deuxième trimestre, après avoir connu une hausse importante au trimestre précédent, liée à un certain devancement de l'activité en prévision de l'entrée en vigueur des modifications apportées aux règles régissant l'assurance hypothécaire. La forte reprise des investissements fixes des entreprises s'est poursuivie au deuxième trimestre, profitant notamment de l'élan temporaire fourni par l'achat d'une grande plateforme d'exploitation de gaz naturel. Les dépenses publiques effectuées par tous les ordres de gouvernement ont aussi continué de soutenir l'expansion du PIB réel.

La demande intérieure finale a continué d'afficher une croissance solide au deuxième trimestre, à laquelle toutes ses grandes composantes ont contribué. Les dépenses de consommation se sont redressées après la grande faiblesse enregistrée au premier trimestre. Cependant, comparative-ment aux résultats observés lors de la reprise, le rythme d'expansion de la consommation est resté modéré, ce qui s'explique par l'ajustement au niveau plus élevé des prix des aliments et de l'énergie ainsi que par un ralentissement de la progression du revenu disponible des particuliers. L'accroissement de l'investissement résidentiel a fortement reculé au deuxième trimestre, après avoir connu une hausse importante au trimestre précédent, liée à un certain devancement de l'activité en prévision de l'entrée en vigueur des modifications apportées aux règles régissant l'assurance hypothécaire. La forte reprise des investissements fixes des entreprises s'est poursuivie au deuxième trimestre, profitant notamment de l'élan temporaire fourni par l'achat d'une grande plateforme d'exploitation de gaz naturel. Les dépenses publiques effectuées par tous les ordres de gouvernement ont aussi continué de soutenir l'expansion du PIB réel.

La demande intérieure finale a continué d'afficher une croissance solide au deuxième trimestre.

La forte reprise des investissements fixes des entreprises s'est poursuivie.

Source : Statistique Canada Dernière observation : 2011T2



L'évolution récente

L'activité économique

Les perspectives de l'économie canadienne se sont assombries, compte tenu de la nette détérioration de celles de l'économie mondiale. La conjoncture économique et financière mondiale plus faible et plus incertaine aura des incidences sur l'économie du pays par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux. La Banque s'attend donc maintenant à ce que la demande intérieure finale et les exportations affichent un profil plus modeste au cours de la période projetée qu'elle ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'expansion du PIB réel du Canada sera lente jusqu'au milieu de 2012. La croissance devrait ensuite s'améliorer, en phase avec un raffermissement de la conjoncture à l'échelle internationale découlant d'un recul de l'incertitude et d'un retour de la confiance. Dans ce scénario de référence, la Banque suppose que la crise de la zone euro sera contenue, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse.

Les perspectives économiques plus faibles se traduisent par des capacités de production excédentaires plus importantes et plus persistantes qu'on ne l'escomptait en juillet. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être légèrement plus basse que prévu auparavant et reculer en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de 2013. La projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été révisée à la baisse, ainsi que du niveau un peu plus bas de l'inflation mesurée par l'indice de référence. On s'attend donc à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global recule par rapport au sommet de plus de 3 % atteint récemment pour s'établir à environ 1 % au milieu de 2012, avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 %, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant graduellement.

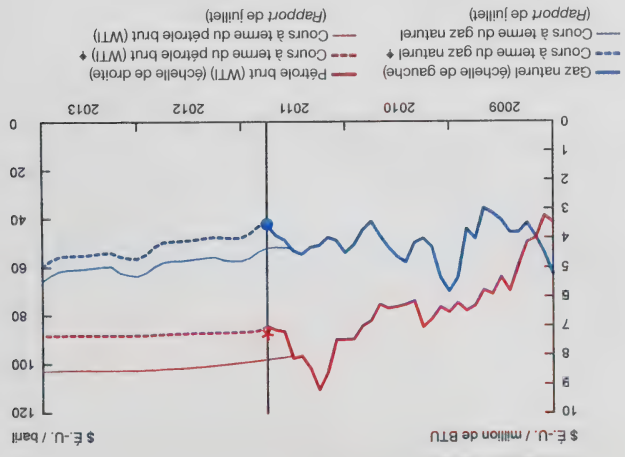
L'expansion économique au Canada a stagné au deuxième trimestre, en grande partie sous l'effet de facteurs temporaires. Bien que la disparition de ces facteurs ait entraîné un rebond de l'activité au troisième trimestre, la vigueur sous-jacente de l'économie a diminué.

La vigueur sous-jacente de l'économie a diminué.

La Banque prévoit que l'expansion du PIB réel du Canada sera lente jusqu'au milieu de 2012.

Les cours des produits de base devaient demeurer inférieurs, d'environ 10 %, aux niveaux escomptés en juillet.

Graphique 15 : Les cours du pétrole (West Texas Intermediate) devraient demeurer relativement stables

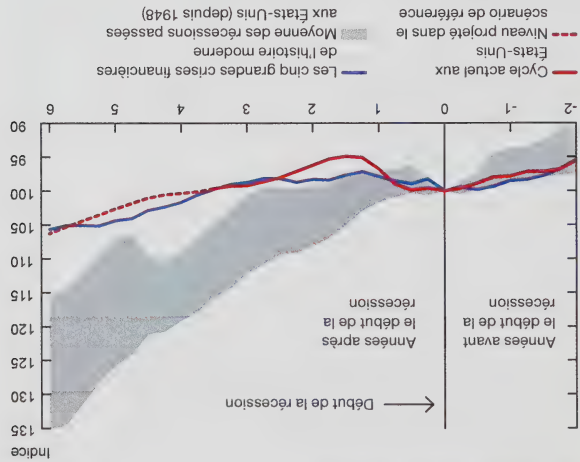


* Cours au comptant du pétrole brut (21 octobre 2011)
 • Cours au comptant du gaz naturel (21 octobre 2011)
 † Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 21 octobre 2011
 Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel jusqu'au 21 octobre 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 21 octobre 2011.
 Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

Les cours des produits de base devaient demeurer inférieurs, d'environ 10 %, aux niveaux escomptés en juillet. La demande soutenue émanant des pays émergents et la faible hausse de l'offre devaient néanmoins maintenir les prix à des niveaux relativement élevés par rapport à ce que l'on a connu dans le passé. La Banque s'attend à ce que les prix des produits de base non énergétiques restent près de leurs niveaux actuels jusqu'à la fin de 2013, le redressement des prix des métaux contrebalançant le repli projeté des prix des produits agricoles. Selon la courbe la plus récente des cours à terme, les cours du pétrole brut West Texas Intermediate devaient évoluer à l'intérieur d'une fourchette de 85 à 89 \$ É.-U. le baril jusqu'à la fin de 2013, alors qu'on prévoyait une variation entre 100 et 103 \$ É.-U. dans le *Rapport de juillet* (Graphique 15). À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les prix du gaz naturel devaient augmenter de quelque 1 % en 2012 et de 13 % en 2013, sous l'effet de normes environnementales qui favoriseraient un recours accru au gaz naturel aux États-Unis.

Graphique 14 : La croissance du PIB réel aux États-Unis devrait demeurer modeste, ce qui est conforme à l'évolution observée par le passé à la suite de graves crises financières

Évolution du PIB réel américain sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.
Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et Organisation de coopération et de développement économiques

Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient continuer d'alimenter de façon importante l'expansion de l'économie américaine au cours des prochaines années. Après avoir enregistré un certain ralentissement au premier semestre de 2012, les investissements des entreprises devraient connaître une croissance robuste pour le reste de la période de projection, grâce au faible coût du capital et à l'amélioration progressive de la conjoncture économique. En 2012, la croissance des exportations sera bridée par le fléchissement de la demande mondiale mais devrait toutefois se renforcer en 2013, parallèlement à la reprise de l'activité à l'échelle du globe.

Les efforts de reconstruction devraient stimuler la croissance économique au Japon en 2012 et 2013. Toutefois, les projections indiquent qu'elle sera beaucoup plus faible qu'anticipé dans le *Rapport* de juillet, en raison de la dégradation des perspectives de croissance de l'économie mondiale et de la récente appréciation marquée du yen.

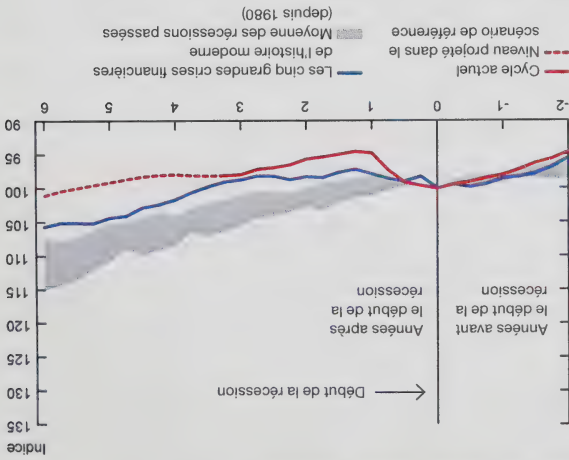
La croissance du PIB réel en Chine et dans les autres économies émergentes devrait passer à un rythme plus soutenable durant la période de projection, sous l'effet du ralentissement de l'expansion dans les économies avancées. En outre, on projette un déplacement graduel allant des exportations vers une consommation plus solide, facilité par les politiques structurelles et une modeste appréciation des taux de change effectifs réels de la Chine et des autres économies émergentes. Cette évolution, conjuguée à la diminution des prix des produits de base, devrait atténuer les pressions inflationnistes.

Les efforts de reconstruction devraient stimuler la croissance économique au Japon.

La croissance du PIB réel en Chine et dans les autres économies émergentes devrait passer à un rythme plus soutenable.

Graphique 13 : La zone euro devrait connaître une légère récession à la fin**de 2011, puis une relance modeste au milieu de 2012**

Évolution du PIB réel de la zone euro sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2009), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 99, n° 2, p. 339-344.

Sources : Eurostat et Organisation de coopération et de développement économiques

L'assainissement des finances publiques aux États-Unis devrait exercer un effet modérateur important sur la croissance. L'assainissement des finances publiques aux États-Unis devrait exercer un effet modérateur important sur la croissance.

légèrement plus prononcé que ce qui était prévu en juillet, ce qui s'explique par la prise en compte du nouveau programme de restriction des dépenses publiques adopté dans le cadre de l'entente sur le relèvement du plafond de dette aux États-Unis. Dans sa projection, la Banque n'intègre pas les nouvelles mesures de relance budgétaire proposées par l'administration américaine dans son projet de loi sur l'emploi. Si l'ensemble de ces mesures était mis en œuvre, cela pourrait ajouter jusqu'à 1,3 point de pourcentage à la croissance en 2012, grâce aux réductions d'impôt et à l'augmentation des dépenses et des transferts, mais en retrancherait près de 1 point de pourcentage en 2013, lorsque bon nombre des mesures proposées commenceront à expirer.

L'expansion de la consommation aux États-Unis devrait être freinée par le maintien de taux d'épargne élevés et une faible amélioration des conditions sur le marché du travail, ainsi que par l'effet négatif exercé par l'assainissement budgétaire sur le revenu disponible des ménages. L'assouplissement des conditions financières qui fait suite aux opérations de bilan de la Réserve fédérale américaine devrait apporter un certain contrepois. On s'attend à ce que la construction résidentielle demeure atone en 2012 et 2013, mais à ce qu'elle reprenne peu à peu, et seulement à partir du milieu de 2012 environ. La croissance dans le secteur de la construction non résidentielle devrait se poursuivre à un rythme modeste jusqu'à la fin de 2013, à la faveur d'un relâchement graduel des conditions d'octroi de prêts.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	2010	2011	2012	2013	Croissance projetée ^b (en pourcentage)		
					2010	2011	2012
États-Unis	20	3,0 (2,9)	1,7 (2,4)	1,7 (3,2)	3,3 (3,3)	1,5 (1,9)	2,5 (3,0)
Zone euro	15	1,7 (1,7)	1,5 (2,0)	0,2 (1,6)	2,0 (2,9)	8,2 (8,6)	8,2 (8,1)
Japon	6	4,0 (4,0)	-0,6 (-0,6)	-0,6 (-0,6)	10,4 (10,3)	9,1 (9,3)	4,3 (4,2)
Chine	13	10,4 (10,3)	9,1 (9,3)	4,3 (4,2)	5,7 (5,5)	4,3 (4,2)	3,3 (3,8)
Autres pays	46	5,7 (5,5)	4,3 (4,2)	3,8 (3,9)	3,1 (4,0)	3,4 (3,6)	3,7 (3,9)
Ensemble du monde	100	5,1 (5,0)	3,8 (3,9)	3,1 (4,0)	3,7 (3,9)	3,4 (3,6)	3,7 (3,9)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en partie des pouvoirs d'achat pour 2010. Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2011

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2011 du Rapport sur la politique monétaire. Source : Banque du Canada

La croissance devrait se redresser à l'échelle du globe en 2013, alors que la confiance se rétablira et que l'incidence des mesures correctives qui devraient être prises en Europe et ailleurs commencera à se faire sentir. Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que la crise de la zone euro sera contenue et que des mesures additionnelles seront adoptées afin d'assurer la soutenabilité de la dette, de renforcer les réserves de fonds propres des banques et de créer un fonds plus gros et plus efficace pour stabiliser à des niveaux viables les coûts de financement des pays souverains touchés. Cette hypothèse est nettement entachée de risques à la baisse.

Les tensions financières, la réduction du levier d'endettement des banques, les mesures d'austérité budgétaire et la diminution de la confiance engendront toutefois une légère récession dans la zone euro à partir de la fin de 2011 (**Graphique 13**). On prévoit que la fragilité des bilans bancaires limitera la croissance de la consommation et particulièrement celle des investissements, à cause de la forte dépendance des entreprises à l'égard des banques pour leur financement. Une reprise modeste devrait s'amorcer au milieu de 2012, lorsque les conditions du crédit commenceront à s'améliorer. La progression du PIB réel devrait s'accélérer quelque peu en 2013 alors que les avantages des réformes mises en place pour résoudre la crise de la dette commenceront à se concrétiser et que la confiance se rétablira progressivement.

Aux États-Unis, la croissance du PIB réel devrait demeurer faible d'ici la fin du premier semestre de 2012 et s'établir à quelque 1 1/4 % en moyenne, soit aux alentours des niveaux auxquels la probabilité d'une récession augmente^c. La croissance de l'économie américaine devrait toutefois se raffermir graduellement à partir de la deuxième moitié de 2012, à la faveur d'un assouplissement des conditions monétaires et d'une amélioration de la situation en Europe. Conformément à l'évolution observée par le passé à la suite de graves crises financières survenues ailleurs, la croissance devrait rester assez modeste (**Graphique 14 et Note technique 1**). Selon les prévisions, le taux d'accroissement du PIB remontera à 3,3 % en 2013, mais le niveau du PIB réel d'ici la fin de la période de projection sera toujours bien en deçà du niveau anticipé dans le *Rapport* de juillet.

² Dans le passé, les taux de croissance très bas du PIB réel, correspondant à une activité presque au point mort, ont été associés à une probabilité accrue de récession. Pour une analyse plus complète de cette question, consulter : J. J. Nalewajk (2011), *Forecasting Recessions Using Staff Speeds*, coll. « Finance and Economics Discussion », publication n° 2011-24, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale.

Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que la crise de la zone euro sera contenue.

La Banque prévoit tout de même une légère récession dans la zone euro à compter de la fin de 2011.

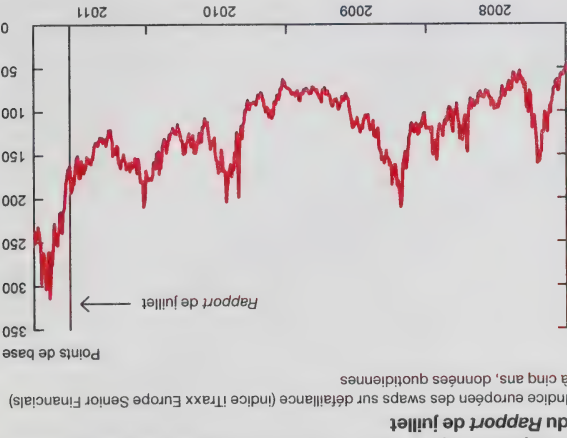
La croissance de l'économie américaine devrait se raffermir graduellement à partir de la deuxième moitié de 2012.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La croissance de l'économie mondiale devrait ralentir et s'établir légèrement au-dessus de 3 % en 2012, soit bien en deçà du niveau attendu en juillet (Tableau 1). La réduction en cours du levier d'endettement des ménages, des banques et des gouvernements, la baisse de la confiance et la crise de la dette souveraine en Europe devraient restreindre la croissance dans les économies avancées. Un ralentissement de l'expansion est escompté dans les pays émergents en raison de l'affaiblissement de la demande extérieure et des effets retardés du resserrement antérieur des politiques.

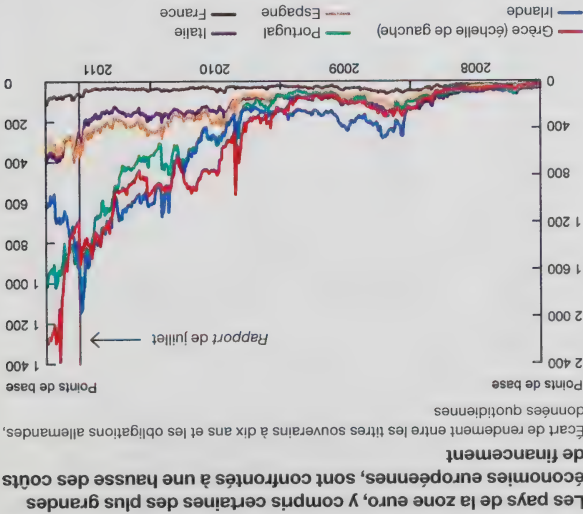
Source : Markit

Dernière observation : 21 octobre 2011

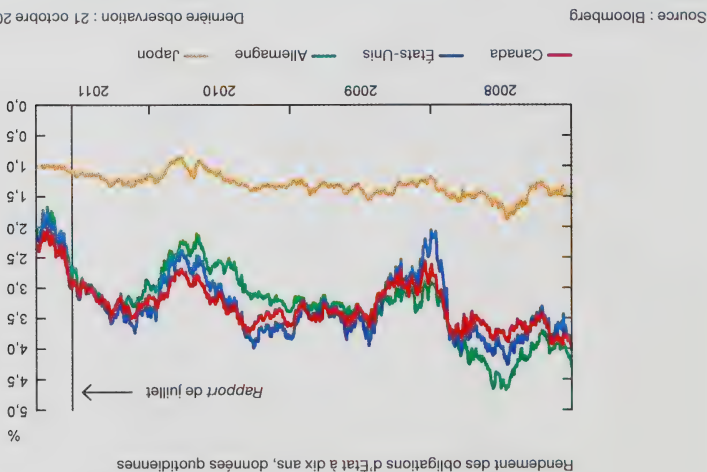


Source : Bloomberg

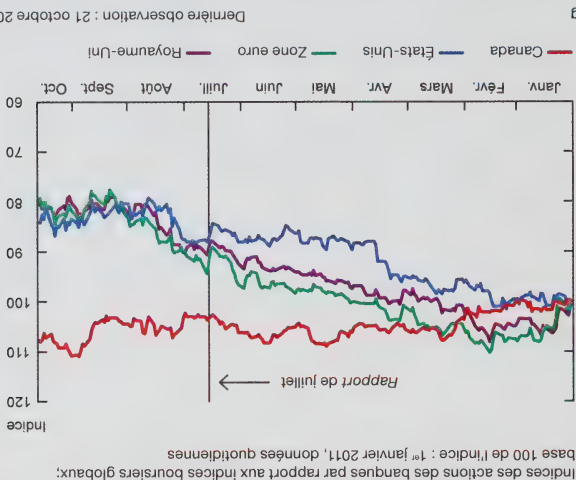
Dernière observation : 21 octobre 2011



Graphique 9 : Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées ont considérablement diminué ces derniers mois



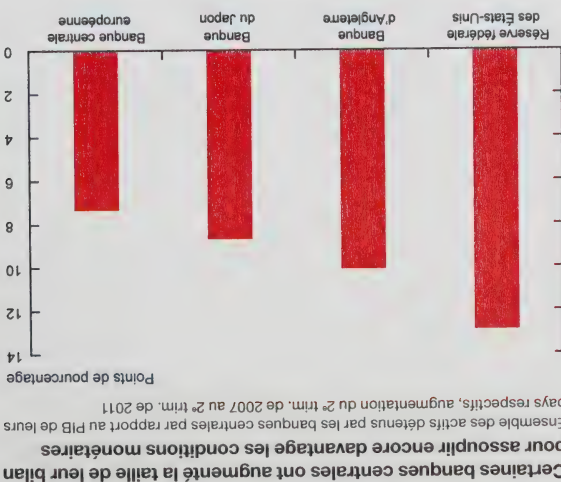
Graphique 10 : À l'étranger, les actions des banques ont affiché des résultats nettement inférieurs à leur marché boursier respectif



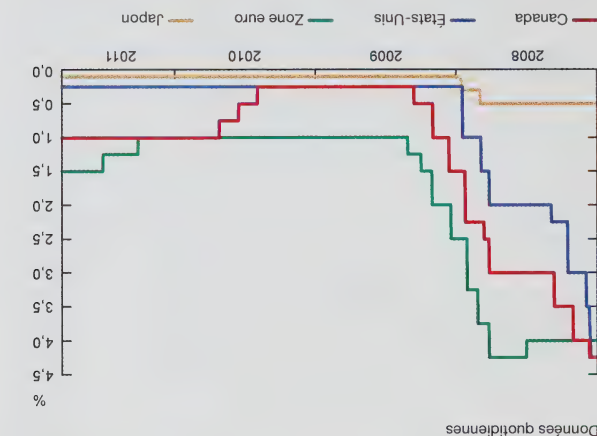
sujet de leur exposition à la dette souveraine des pays périphériques de la zone euro.

Les conditions sur les marchés du crédit aux entreprises se sont aussi détériorées. Les écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés se sont creusés et les volumes émis sont tombés à une fraction des niveaux observés plus tôt dans l'année. La liquidité sur les marchés secondaires du crédit a été extrêmement limitée et les opérations à court terme ont souvent été dictées par les gros titres concernant la situation en Europe.

centrale européenne dans le cadre de sa facilité de dépôt.

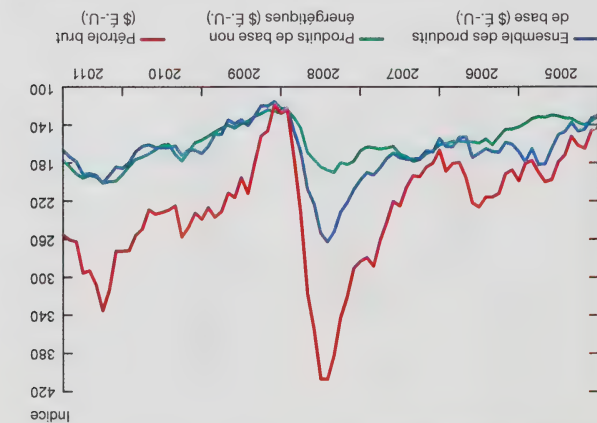


Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008. Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon



Graphique 7 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques ou les avoisinent dans la plupart des économies avancées

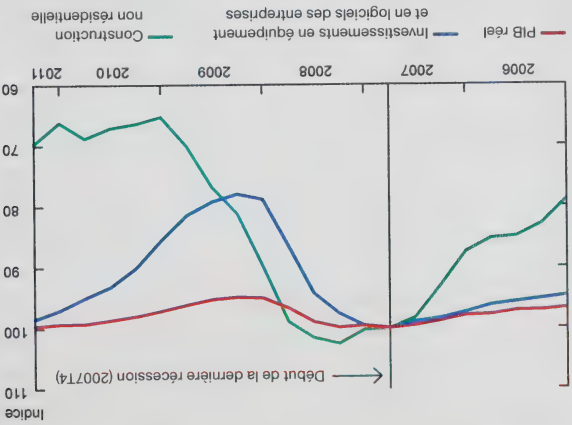
Nota : Les valeurs pour octobre 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 21 octobre 2011. Source : Banque du Canada



Graphique 6 : Les cours mondiaux des produits de base ont reculé considérablement depuis la parution du Rapport de juillet

Graphique 5 : Les entreprises ont tiré parti de leur bonne santé financière et du faible coût du capital pour accroître leurs investissements en équipement et en logiciels

Base 100 de l'indice : 2007T4, en dollars américains enchaînés de 2005, données trimestrielles



SOURCE : Bureau of Economic Analysis des États-Unis
Dernière observation : 2011T2

économies avancées, la croissance des exportations de la Chine a décéléré récemment. La progression plus faible des prix des aliments a contribué à un léger recul de l'inflation, mais les pressions sur les prix demeurent élevées. Les prix à la consommation ont en effet augmenté de 6,1 % en glissement annuel en septembre, dépassant largement la cible de 4 % fixée par les autorités.

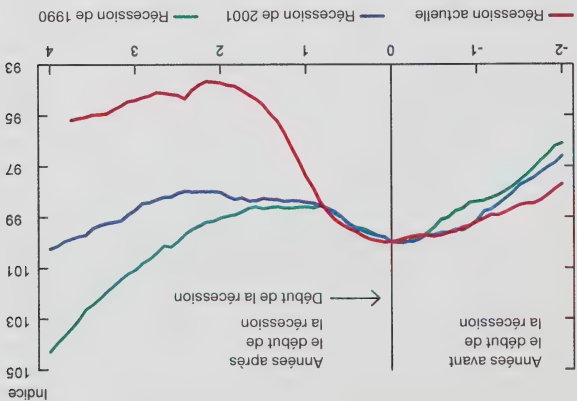
Les prix des produits de base ont fortement reculé depuis la parution du *Rapport* de juillet, en raison de la détérioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale (*Graphique 6*), mais ils restent élevés par rapport aux normes historiques. Ce sont les prix de l'énergie qui ont subi la baisse la plus marquée, tandis que celle des cours des produits de base non énergétiques a été plus modeste, du fait du resserrement à court terme de l'offre de produits agricoles.

Même si les tensions inflationnistes sous-jacentes dans de nombreuses économies émergentes sont toujours une source d'inquiétude, les autorités sont réticentes à durcir davantage les conditions monétaires, étant donné l'assombrissement des perspectives de croissance à l'échelle du globe. Dans les grandes économies avancées, en revanche, les pressions inflationnistes sous-jacentes restent contenues, sous l'effet de la persistance de l'offre excédentaire. Les taux directeurs y sont demeurés à des creux historiques ou près de ceux-ci (*Graphique 7*), et certaines banques centrales ont mis en œuvre des mesures de politique additionnelles pour assouplir les conditions monétaires ou réduire les tensions financières (*Graphique 8*). La Réserve fédérale des États-Unis a poursuivi ses mesures d'assouplissement quantitatif, modifiant ses opérations de bilan pour tenter d'exercer des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme et les taux des prêts hypothécaires dans ce pays. La Banque centrale européenne a annoncé une série de mesures, notamment deux opérations de refinancement à long terme, et la réactivation de son programme d'achat d'obligations sécurisées. La Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ont pour leur part élargi leur programme d'achat d'actifs.

Dans les grandes économies avancées, les pressions inflationnistes sous-jacentes restent contenues. Certaines banques centrales ont mis en œuvre des mesures de politique additionnelles pour assouplir les conditions monétaires.

Graphique 3 : L'emploi aux États-Unis est demeuré anémique

Évolution de l'emploi sur différents cycles dans d'autres secteurs que l'agriculture;
base 100 de l'indice : début de la récession, données mensuelles

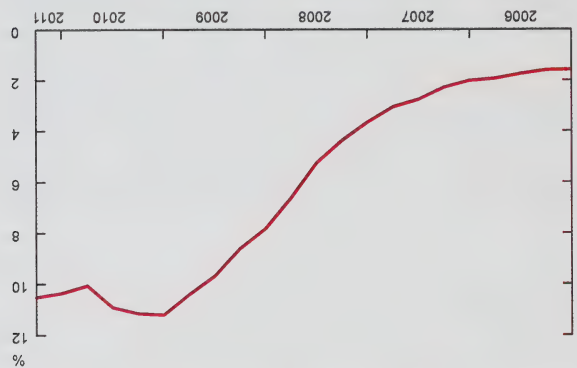


Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis

Dernière observation : septembre 2011

Graphique 4 : Les taux élevés de défaillance sur les prêts hypothécaires aux États-Unis exercent des tensions sur les institutions financières

Taux de défaillance sur les prêts immobiliers résidentiels, données trimestrielles



Source : Réserve fédérale des États-Unis

Dernière observation : 2011T2

grâce à un regain de confiance chez les consommateurs. Toutefois, l'expansion des exportations, qui a expliqué pour une bonne part la croissance du PIB au cours de périodes antérieures, a stagné ces derniers mois. Face aux craintes qu'une hausse du yen n'affaiblisse encore davantage la croissance des exportations, les autorités japonaises sont intervenues sur les marchés des changes au début d'août afin de limiter l'appréciation de la monnaie. En Chine, la progression du PIB réel a ralenti pour s'établir à 9,1 % au troisième trimestre, en grande partie en réaction au resserrement passé de la politique monétaire. La croissance de la consommation s'est modérée quelque peu, mais les investissements dans l'immobilier sont demeurés robustes, stimulés par un programme gouvernemental visant la construction de 10 millions de logements sociaux tant en 2011 qu'en 2012. Sous l'effet de la faiblesse de l'activité observée actuellement dans les

La progression du PIB réel de la Chine a ralenti au troisième trimestre, en grande partie en réaction au resserrement passé de la politique monétaire.

La réduction des leviers d'endettement aux États-Unis continuera de brider la croissance

Note technique 1

L'histoire montre qu'après une grave crise financière, la plupart des économistes connaissent une longue période où les ménages, les entreprises et les administrations publiques s'emploient à abaisser de manière significative leurs leviers d'endettement. Au début du processus, la croissance du PIB ralentit généralement de façon marquée sous l'effet de la modération du crédit et de l'accroissement de l'épargne. Le processus de réduction des leviers d'endettement en cours aux États-Unis explique en partie pourquoi la Banque continue de prévoir une reprise modeste par rapport à celles enregistrées dans le passé.

Avant la récente crise, les ménages américains avaient accumulé d'importantes dettes à la faveur du vif essor du prix des actifs. Depuis, leur avoir net a chuté de 7,2 billions de dollars $\text{\$-U.}$, ce qui représente environ douze fois leur niveau actuel d'épargne par an

(Graphique 1-A). Il s'ensuit que les taux d'épargne devront demeurer élevés pendant longtemps pour que les ménages puissent récupérer une partie de leurs pertes et ramener leur avoir net au niveau souhaité (Graphique 1-B). D'après les récentes révisions annuelles apportées aux comptes nationaux américains, les revenus des ménages sont bien plus bas qu'on l'avait estimé, ce qui compliquera davantage la tâche de la richesse. Un renchérissement des maisons et des actifs financiers pourrait réduire la nécessité pour les ménages de maintenir des taux d'épargne plus élevés. Toutefois, l'on ne s'attend pas à ce que la richesse progresse beaucoup à court terme.

Même si on prévoit qu'une amélioration graduelle des conditions du marché du travail favorisera l'expansion du revenu disponible des ménages, les mesures adoptées aux États-Unis en vue de placer les finances publiques sur une trajectoire viable devraient avoir un effet négatif sur les revenus et la croissance. Conformément à l'engagement qu'ils ont pris au sommet du G20 de Toronto, les États-Unis devront faire passer le déficit général de leurs administrations publiques de son niveau actuel de 9,6 % du PIB à quelque 5 % d'ici 2013. À moyen terme, de nouveaux efforts d'assainissement budgétaire seront nécessaires pour stabiliser ou abaisser le ratio de la dette publique au PIB d'ici 2016, un autre engagement énoncé lors de ce sommet.

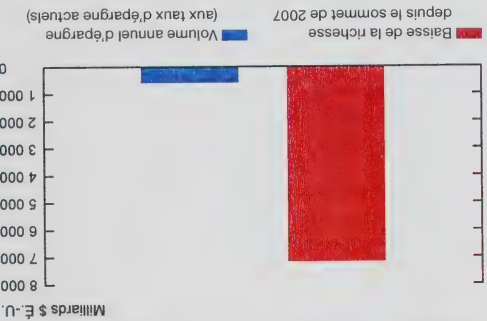
La reprise économique actuelle est certes la plus faible de l'histoire des États-Unis depuis la Grande

Graphique 1-A : L'avoir net des ménages a fortement chuté aux États-Unis durant la dernière récession



Nota : Le chiffre indiqué pour le troisième trimestre de 2011 est une estimation. Sources : Réserve fédérale américaine, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2011T3

Graphique 1-B : Le niveau de l'épargne personnelle est faible par rapport aux pertes essayées depuis 2007



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Réserve fédérale américaine et calculs de la Banque du Canada

Depression, mais elle n'est pas différente de celles observées dans les autres économies avancées qui ont traversé de graves crises financières. Bien que le processus de réduction du levier financier soit avancé dans le secteur bancaire, la croissance de la demande intérieure aux États-Unis — et, par conséquent, celle de la demande d'exportations canadiennes — demeurera modeste dans un avenir prévisible à cause du niveau toujours élevé de la dette des ménages, de la morosité des marchés américains du logement et du travail ainsi que de la nécessité d'assainir les finances publiques.

L'incidence des récents chocs négatifs sur la situation financière des ménages américains et le recul de la confiance des consommateurs ont fortement modéré les dépenses de consommation aux États-Unis et compliqué encore davantage l'assainissement des bilans. L'essor de l'emploi est demeuré faible depuis le début de l'année, compte tenu de la diminution de la création nette d'emplois dans le secteur privé et de la poursuite des coupures de postes dans l'administration publique (**Graphique 3**). En outre, la richesse des ménages a subi les effets des baisses des cours des actions survenues dernièrement. La demande de logements qui est restée atone ainsi que les stocks élevés de logements inoccupés ont freiné la construction résidentielle. Un cycle négatif est en cours, dans lequel la persistance des taux de défaillance élevés sur prêts hypothécaires exerce des tensions sur les institutions financières, ce qui amène ces dernières à faire preuve d'une plus grande prudence dans l'octroi de crédit et accentue la morosité de la demande de logements (**Graphique 4**). Ce cycle s'atténuera graduellement à mesure que les ménages assainiront leurs bilans.

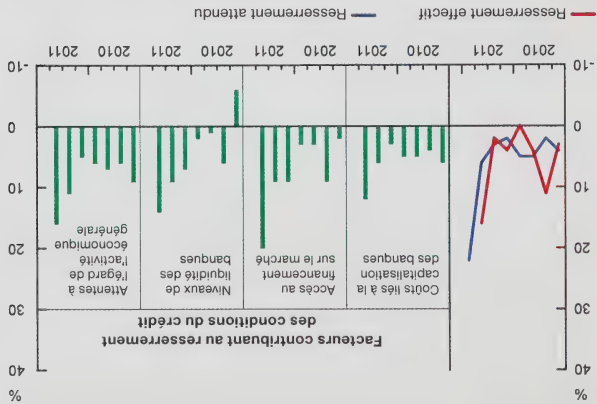
L'activité économique aux États-Unis a été soutenue pendant cette période difficile par la vigueur des investissements des entreprises et des exportations. Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises ont été stimulés par le faible coût du capital et la solidité financière de ces dernières. Toutefois, les investissements dans la construction non résidentielle sont restés modestes, en raison de la persistance des capacités excédentaires (**Graphique 5**). Les exportations américaines ont bénéficié d'une demande robuste émanant des pays émergents et d'une compétitivité accrue favorisée par une expansion solide de la productivité et par la dépréciation passée du dollar américain.

Le PIB réel au Japon s'est contracté de 2,1 % au deuxième trimestre, mais de nouvelles données laissent entrevoir une croissance positive au troisième trimestre, attribuable au rétablissement des chaînes d'approvisionnement et à la reconstruction des infrastructures à la suite des désastres naturels survenus en mars. Les dépenses des ménages ont aussi remonté,

Notas : Graphique établi à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit menées auprès des banques de la zone euro (*Bank Lending Survey*). On entend par « resserrement effectif » le resserrement qui s'est déjà produit, tandis que le « resserrement attendu » renvoie au resserrement additionnel que les banques anticipent.

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : 2011T3



Graphique 2 : Les banques de la zone euro restreignent l'accès au crédit

Les efforts d'assainissement des bilans des ménages aux États-Unis ont un effet restrictif beaucoup plus marqué que prévu sur la demande intérieure.

Des données révisées montrent que la récession aux États-Unis a été plus profonde, et la reprise, plus modeste qu'indiqué antérieurement.

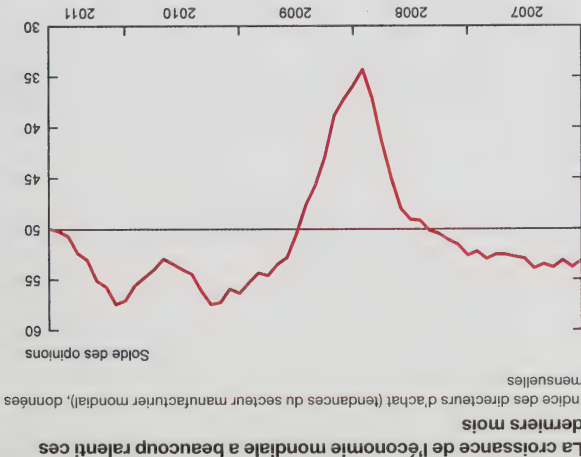
Dans la zone euro, la croissance du PIB réel a glissé à 0,6 % au second trimestre, soit bien en deçà du niveau attendu au moment de la parution du *Rapport* de juillet, et des indicateurs récents laissent entrevoir un rythme de progression encore faible au troisième trimestre. La croissance dans les grandes économies d'Europe a sensiblement ralenti tandis que l'activité économique reste morose dans les pays périphériques. La confiance des consommateurs et des entreprises, qui était déjà ébranlée dans les pays périphériques, a aussi nettement diminué dans les grandes économies. Les banques de la zone euro ont restreint l'accès au crédit alors qu'elles tentent de réduire leur levier d'endettement (**Graphique 2**). Le ralentissement de l'activité économique, la baisse de la confiance et l'intensification des pressions sur la scène financière se renforcent mutuellement, alors que les inquiétudes concernant la viabilité des finances publiques des pays périphériques d'Europe gagnent certaines des grandes économies et exacerbent les préoccupations entourant la stabilité du système bancaire.

Aux États-Unis, l'information diffusée depuis la parution du *Rapport* de juillet donne à penser que le profil de croissance du PIB réel dans ce pays ces dernières années a été beaucoup plus bas qu'on ne l'avait estimé précédemment. Si les forces fondamentales qui influent sur l'économie américaine et la dynamique de celle-ci n'ont pas changé, les ordres de grandeur semblent maintenant nettement supérieurs (**Note technique 1**). Les révisions apportées en juillet aux données des comptes nationaux montrent que la récession aux États-Unis a été plus profonde, et la reprise, plus modeste que ce qui avait été indiqué antérieurement. La progression du PIB réel a ralenti, passant d'un taux annuelisé de quelque 2,5 % au deuxième semestre de 2010 à moins de 1,0 % dans la première moitié de 2011. On estime que la croissance s'est affermie au troisième trimestre de 2011, à la faveur du repli récent des prix des produits de base et du rétablissement des chaînes d'approvisionnement à la suite des désastres naturels qui ont frappé le Japon. Toutefois, les efforts d'assainissement des bilans des ménages aux États-Unis ont un effet restrictif sur la demande intérieure beaucoup plus marqué que prévu auparavant.

Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite qui montre les conditions du secteur manufacturier. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique qu'un pourcentage plus élevé des entreprises ont signalé une augmentation (diminution) de leur production par rapport au mois précédent. Un indice de 50 signifie que la production n'a pas changé par rapport au mois précédent.

Sources : JPMorgan et Markit

Dernière observation : septembre 2011



L'économie mondiale a connu une baisse de régime prononcée, plusieurs des risques à la baisse entourant la projection énoncée dans la livraison de

juillet du *Rapport sur la politique monétaire* s'étant matérialisés. Les diffi-

cultés budgétaires et financières aigües en Europe et les inquiétudes

concernant le dynamisme de l'activité économique mondiale ont entraîné

une volatilité accrue sur les marchés financiers, une diminution de la

confiance des entreprises et des consommateurs ainsi qu'une baisse gêné-

ralisée de l'appétit pour le risque. Dans ce contexte, les pressions subies

par le secteur bancaire européen se sont intensifiées et ont contribué au

ralentissement marqué de la croissance économique dans la zone euro.

Aux États-Unis, les révisions apportées aux données des comptes natio-

naux ont révélé que la récente récession a été plus profonde, et la reprise,

plus modeste que ce qui avait été indiqué précédemment. La croissance

dans bon nombre d'économies émergentes a aussi ralenti, quoiqu'elle

demeure relativement robuste. Les cours des produits de base ont considé-

rablement reculé, en raison de l'assombrissement des perspectives de

croissance de l'économie mondiale.

Conformément à l'évolution observée par le passé à la suite de graves

crises financières, la reprise dans les économies avancées devrait se pour-

suivre à un rythme beaucoup plus lent que ce que l'on constate générale-

ment durant des périodes d'après-récession. Dans la zone euro, la

croissance économique devrait rester atone au cours de la période de

projection. Même si, dans sa prévision, la Banque suppose que des

mesures sont prises pour contenir la crise, la croissance devrait être bri-

dée par la réduction en cours des leviers d'endettement des banques et

des pays souverains et par un rétablissement seulement graduel de la

confiance. Aux États-Unis, on s'attend à ce que la croissance du PIB réel se

ressente également de l'assainissement des bilans des ménages et du

resserrement anticipé de la politique budgétaire. Le rythme d'expansion

devrait se modérer dans les pays émergents, en réaction au recul de la

demande émanant des économies avancées. En l'absence d'un ajustement

des taux de change et compte tenu des progrès limités sur le front du ré-

équilibrage de la demande mondiale, la faiblesse et le caractère inégal de

la reprise en cours devraient persister.

L'évolution récente

La croissance économique mondiale a fléchi considérablement ces der-
niers mois, sous l'effet du ralentissement prononcé de l'activité aux États-
Unis et dans la zone euro (**Graphique 1**). Le rythme d'expansion a aussi
décéléré dans les économies émergentes, quoiqu'il se situait à des niveaux
relativement élevés au départ.

*Dans la zone euro, la croissance écono-
mique devrait rester atone au cours de
la période de projection.*

*L'économie mondiale a connu une
baisse de régime prononcée.*

une source de faiblesse, du fait de l'atonie de la demande étrangère et des problèmes qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que la croissance sera lente au Canada jusqu'au milieu de 2012, avant de se raffermir alors que la conjoncture économique mondiale s'améliore, que l'incertitude se dissipe et que la confiance remonte. La Banque s'attend à ce que l'économie progresse de 2,1 % en 2011, de 1,9 % en 2012 et de 2,9 % en 2013.

Les perspectives économiques plus faibles se traduisent par des capacités de production excédentaires plus importantes et plus persistantes qu'on ne l'espérait antérieurement, et on anticipe maintenant que l'économie canadienne tournera de nouveau à plein régime à la fin de 2013. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être légèrement plus basse que prévu auparavant et reculer en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de 2013. La projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été révisée à la baisse, à la lumière du retournement récent des fortes hausses des prix mondiaux de l'énergie survenues précédemment ainsi que du niveau un peu plus bas de l'inflation mesurée par l'indice de référence. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait toucher un creux d'environ 1 % au milieu de 2012, avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % à la fin de 2013, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement.

Plusieurs risques importants, à la hausse et à la baisse, pèsent sur la projection relative à l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens et à la possibilité que la confiance des entreprises et des consommateurs revienne plus rapidement qu'espéré, grâce à la prise de mesures de politique plus résolues dans les grandes économies avancées.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe, à la probabilité accrue d'une récession économique aux États-Unis et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible que prévu.

Dans l'ensemble, la Banque estime que ces risques sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 25 octobre, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme le taux d'intérêt cible se situe près de creux historiques et que le système financier fonctionne bien, la détention monétaire en place au Canada est considérable. La Banque continuera à suivre la situation économique et financière au pays et à l'étranger, de même que l'évolution des risques, et à établir la politique monétaire de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

L'économie mondiale a fortement ralenti, plusieurs des risques à la baisse entourant la projection énoncée en juillet s'étant matérialisés. La volatilité des marchés financiers s'est intensifiée et on a observé une baisse généralisée de l'appétit pour le risque dans les marchés mondiaux. Les effets combinés de la réduction en cours du levier d'endettement des banques et des ménages, de l'austérité budgétaire accrue et de la baisse de la confiance des entreprises et des consommateurs devraient restreindre la croissance dans les économies avancées. La Banque s'attend maintenant à ce que la zone euro, où cette dynamique se manifeste avec le plus d'acuité, connaisse une brève récession. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que la crise de la zone euro sera contenue, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. Aux États-Unis, on prévoit que le recul de la confiance des ménages, le durcissement des conditions financières et le freinage budgétaire plus marqué modéreront la croissance du PIB réel d'ici la fin du premier semestre de 2012, et que la croissance se raffermira graduellement par la suite. Au Japon, les efforts de reconstruction devraient stimuler la croissance en 2012-2013, même si l'économie japonaise sera bridée par la baisse de l'activité à l'échelle mondiale et par la vive appréciation du yen. L'expansion en Chine et dans les autres économies émergentes devrait passer à un rythme plus soutenable, en réaction à la demande extérieure plus faible et aux effets retardés du resserrément passé des politiques. Cette évolution, conjuguée aux baisses récentes des cours des produits de base, devrait contribuer à atténuer les pressions inflationnistes dans le monde. Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne se sont assombries depuis juillet, le contexte extérieur nettement moins favorable ayant des incidences sur le Canada par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux. Même si la croissance a rebondi au pays au troisième trimestre, à la faveur de la disparition des facteurs temporaires, la vigueur sous-jacente de l'économie a diminué et la croissance devrait rester modérée jusqu'au milieu de 2012. La demande intérieure devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection, mais afficher un profil plus faible qu'anticipé précédemment. On prévoit maintenant une croissance relativement modeste des dépenses des ménages, à cause de l'effet négatif qu'ont la baisse des prix des produits de base et la volatilité accrue des marchés financiers sur les revenus, la richesse et la confiance des ménages canadiens. On s'attend toujours à ce que le rythme de progression des investissements fixes des entreprises soit solide, compte tenu des conditions financières très favorables et des pressions concurrentielles accrues, mais qu'il soit tempéré par les perspectives économiques mondiales plus sombres et plus incertaines. Les exportations nettes devraient demeurer

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 21 octobre 2011.

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
L'évolution récente	3
L'évolution des marchés financiers mondiaux	10
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	12
L'économie canadienne	17
L'évolution récente	17
L'activité économique	17
La croissance de la production potentielle	19
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	20
L'inflation et la cible de 2 %	21
Les conditions financières au Canada	25
Le taux de change	27
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	27
L'offre et la demande globales	27
La projection en matière d'inflation	32
Les risques entourant les perspectives	35
Notes techniques	
La réduction des leviers d'endettement aux États-Unis continuera de brider la croissance	6
Révisions touchant la croissance de la production potentielle	19
La relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence	23

Les défis qui se présentent dans le contexte économique mondial actuel sont importants, mais les occasions qui s'offrent le sont tout autant. [...] Pour sa part, la Banque du Canada dispose d'une vaste gamme d'outils et de moyens d'action qu'elle continuera à utiliser au besoin pour que les Canadiens puissent saisir ces occasions dans un cadre de stabilité macroéconomique et financière nationale.

— Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
20 septembre 2011
Saint John (Nouveau-Brunswick)

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2011

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2011



1
N 73
M3



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



Monetary Policy Report Summary

October 2011

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 21 October 2011.

The global economy has slowed markedly as several downside risks to the projection outlined in July have been realized. Financial market volatility has increased and there has been a generalized retrenchment from risk-taking across global markets. The combination of ongoing deleveraging by banks and households, increased fiscal austerity, and declining business and consumer confidence is expected to restrain growth across the advanced economies. The Bank now expects that the euro area—where these dynamics are most acute—will experience a brief recession. The Bank's base-case scenario assumes that the euro-area crisis will be contained, although this assumption is clearly subject to downside risks. In the United States, diminished household confidence, tighter financial conditions and increased fiscal drag are expected to result in weak real GDP growth through the first half of 2012, before growth strengthens gradually thereafter. In Japan, reconstruction activity is projected to boost growth over 2012–13, although Japan's economy will be constrained by reduced global activity and the sharp appreciation of the yen. Growth in China and other emerging-market economies is projected to moderate to a more sustainable pace in response to weaker external demand and the lagged effects of past policy tightening. These developments, combined with recent declines in commodity prices, are expected to dampen global inflationary pressures.

The outlook for the Canadian economy has weakened since July, with the significantly less favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels. Although

Highlights

- The global economy has slowed markedly since July.
- The outlook for the Canadian economy has weakened since July, with the significantly less favourable external environment affecting Canada through financial, confidence and trade channels.
- The Canadian economy is projected to expand by 2.1 per cent in 2011, 1.9 per cent in 2012 and 2.9 per cent in 2013.
- The Canadian economy is expected to return to full capacity by the end of 2013. Total CPI inflation is expected to trough around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013.
- On 7 September and 25 October, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.

Canadian growth rebounded in the third quarter with the unwinding of temporary factors, underlying economic momentum has slowed and is expected to remain modest through the middle of next year. Domestic demand is expected to remain the principal driver of growth over the projection

horizon, though at a more subdued pace than previously anticipated. Household expenditures are now projected to grow relatively modestly as lower commodity prices and heightened volatility in financial markets weigh on the incomes, wealth and confidence of Canadian households. Business fixed investment is still expected to grow solidly in response to very stimulative financial conditions and heightened competitive pressures, although it will be dampened by the weaker and more uncertain global economic environment. Net exports are

expected to remain a source of weakness, owing to sluggish foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

Overall, the Bank expects that growth in Canada will be slow through mid-2012 before picking up as the global economic environment improves, uncertainty dissipates and confidence increases. The Bank projects that the economy will expand by 2.1 per cent in 2011, 1.9 per cent in 2012 and 2.9 per cent in 2013.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2010	2011	2012	2013
United States	20	3.0 (2.9)	1.7 (2.4)	1.7 (3.2)	3.3 (3.3)
Euro area	15	1.7 (1.7)	1.5 (2.0)	0.2 (1.6)	1.5 (1.9)
Japan	6	4.0 (4.0)	-0.6 (-0.6)	2.0 (2.9)	2.5 (3.0)
China	13	10.4 (10.3)	9.1 (9.3)	8.2 (8.6)	8.2 (8.1)
Rest of the world	46	5.7 (5.5)	4.3 (4.2)	3.3 (3.8)	3.4 (3.6)
World	100	5.1 (5.0)	3.8 (3.9)	3.1 (4.0)	3.7 (3.9)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2011 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada^a

	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 (3.1)	3.6 (3.9)	-0.4 (1.5)	2.0 (2.8)	0.8 (2.9)	1.9 (2.9)	2.5 (2.6)	3.0 (2.5)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 (3.3)	2.9 (2.9)	2.2 (2.7)	2.1 (2.8)	1.5 (2.8)	1.1 (2.5)	1.8 (2.8)	2.1 (2.7)	2.6 (2.5)	2.9 (2.3)	3.0 (2.1)	3.0 (2.1)	2.9 (2.1)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.3 (1.3)	1.6 (1.7)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	1.8 (2.1)	1.7 (2.0)	1.7 (2.0)	1.6 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.6 (2.6)	3.4 (3.4)	3.0 (2.8)	2.7 (2.6)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)	3.0 (2.8)	2.6 (2.5)	1.9 (2.3)	1.0 (1.9)	1.2 (2.0)	1.5 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (97)	85 (98)	87 (100)	87 (101)	87 (102)	88 (102)	88 (103)	88 (103)	88 (103)	88 (103)

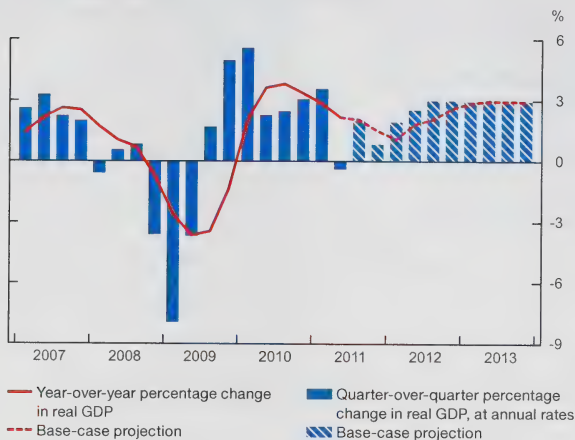
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2011 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 October 2011

The weaker economic outlook implies greater and more persistent economic slack than previously anticipated, with the Canadian economy now expected to return to full capacity by the end of 2013. As a result, core inflation is expected to be slightly softer than previously expected, declining through 2012 before returning to 2 per cent by the end of 2013. The projection for total CPI inflation

has also been revised down, reflecting the recent reversal of earlier sharp increases in world energy prices as well as modestly weaker core inflation. Total CPI inflation is expected to trough around 1 per cent by the middle of 2012 before rising with core inflation to the 2 per cent target by the end of 2013, as excess supply in the economy is slowly absorbed.

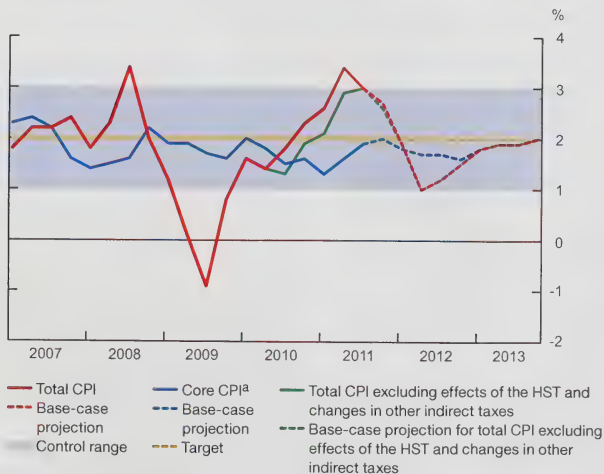
Real GDP growth is expected to pick up through 2012, resulting in a gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Total CPI inflation in Canada is projected to fall temporarily near 1 per cent in mid-2012, reflecting the recent decline in world oil prices

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Several significant upside and downside risks are present in the inflation outlook for Canada.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger momentum in Canadian household spending, and the possibility of a faster-than-expected rebound in business and consumer confidence, due to more decisive policy action in the major advanced economies.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe, the increased probability of a recession in the U.S. economy, and the possibility that growth in household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges that these risks are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 25 October, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. With the target interest rate near historic lows and the financial system functioning well, there is considerable monetary policy stimulus in Canada. The Bank will continue to monitor carefully economic and financial developments in the Canadian and global economies, together with the evolution of risks, and set monetary policy consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: www.bankofcanada.ca

Monetary Policy Report (January, April, July and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (January, April, July and October)

Senior Loan Officer Survey (January, April, July and October)*

Speeches and Statements by the Governor*

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information

Annual Report

A History of the Canadian Dollar

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers*

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

* Available only on the Bank's website

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, 234 Wellington St., Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: 1 800 303-1282; email: publications@bankofcanada.ca; website: www.bankofcanada.ca

ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

L'IPC global a aussi été révisée à la baisse, à la lumière du retournement récent des fortes hausses des prix mondiaux de l'énergie survenues précédemment ainsi que du niveau un peu plus bas de l'inflation mesurée par l'indice de référence. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait toucher un creux d'environ 1 % au milieu de 2012, avant de remonter, à la cible de 2 % à la fin de 2013, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement.

Plusieurs risques importants, à la hausse et à la baisse, pèsent sur la projection relative à l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens et à la possibilité que la confiance des entreprises et des consommateurs revienne plus rapidement qu'escompté, grâce à la prise de mesures de politique plus résolues dans les grandes économies avancées.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Rapport sur la politique monétaire

Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier

Parait en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada

Parait chaque trimestre. (Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises

Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit

Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur*

Parait chaque mois.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*

Parait tous les vendredis.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell. Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes en sus.

Actes de colloques

On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 \$ CAN l'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse*

Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux.

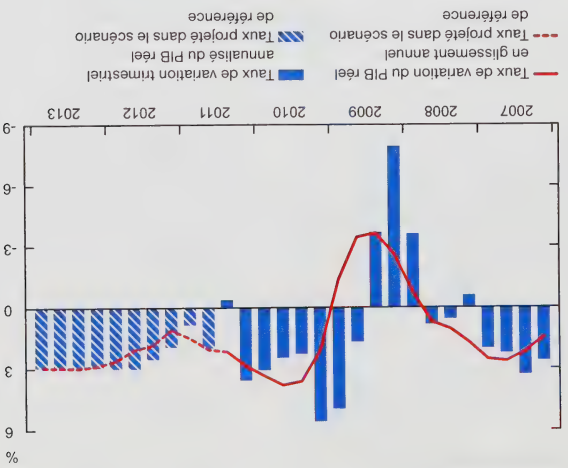
Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Département des Communications, Banque du Canada, 234, rue Wellington, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 1 800 303-1282; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)

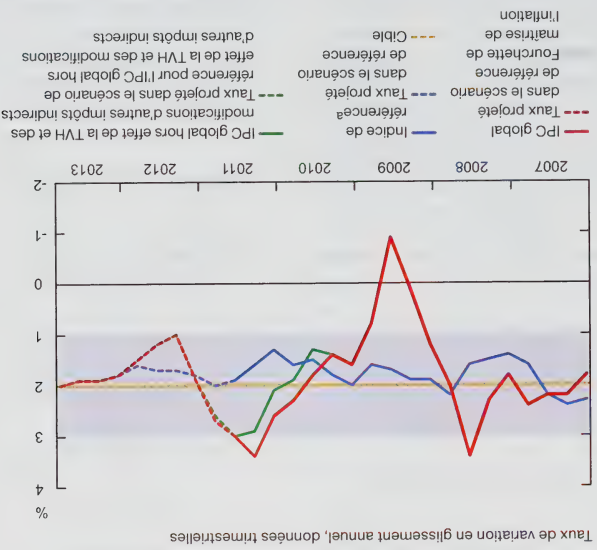
Les perspectives économiques plus faibles se traduisent par des capacités de production excédentaires plus importantes et plus persistantes qu'on ne l'escomptait antérieurement, et on anticipe maintenant que l'économie canadienne tournera de nouveau à plein régime à la fin de 2013. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être légèrement plus basse que prévu auparavant et reculer en 2012, avant de remonter à 2 % à la fin de 2013. La projection relative à l'inflation mesurée par

Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter en 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada devrait diminuer temporairement pour s'établir à près de 1 % au milieu de 2012 en raison de la baisse récente des cours mondiaux du pétrole



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermedate (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 21 octobre 2011.

		2010		2011				2012				2013				
WTI ^a (niveau)	PIB réel (taux de variation trimestriel annualisés)	3,1	3,6	-0,4	2,0	0,8	1,9	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	
	PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,3	2,9	2,2	2,1	1,5	1,1	1,8	2,1	2,6	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	
	Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(3,3)	(2,9)	(2,7)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,7)	(2,5)	(2,3)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	
	IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(1,6)	(1,3)	(1,7)	(1,9)	(2,0)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	
	IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(2,3)	(2,6)	(3,4)	(3,0)	(2,8)	(2,7)	(1,9)	(1,0)	(1,2)	(1,5)	(1,8)	(1,9)	(1,9)	(2,0)	
IPC global hors effet de la TVA et des modifications d'autres imposts	1,9	2,1	2,9	2,9	3,0	2,6	1,9	1,2	1,5	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	
WTI ^a (niveau)		85	94	103	97	85	87	100	101	87	102	102	88	103	88	103

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2010. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2011
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*. Source : Banque du Canada

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)	2010	2011	2012	2013
		3,0 (2,9)	1,7 (2,4)	1,7 (3,2)	3,3 (3,3)
Etats-Unis	20	1,7 (1,7)	1,5 (2,0)	0,2 (1,6)	1,5 (1,9)
Zone euro	15	4,0 (4,0)	-0,6 (-0,6)	2,0 (2,9)	2,5 (3,0)
Japon	6	10,4 (10,3)	9,1 (9,3)	8,2 (8,6)	8,2 (8,1)
Chine	13	5,7 (5,5)	4,3 (4,2)	3,3 (3,8)	3,4 (3,6)
Autres pays	46	5,1 (5,0)	3,8 (3,9)	3,1 (4,0)	3,7 (3,9)
Ensemble du monde	100				

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Même si la croissance a rebondi au pays au troisième trimestre, à la faveur de la disparition des facteurs temporaires, la vigueur sous-jacente de l'économie a diminué et la croissance devrait rester modérée jusqu'au milieu de 2012. La demande intérieure devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection, mais afficher un profil plus faible qu'anticipé précédemment. On prévoit maintenant une croissance relativement modeste des dépenses des ménages, à cause de l'effet négatif qu'ont la baisse des prix des produits de base et la volatilité accrue des marchés financiers sur les revenus, la richesse et la confiance des ménages canadiens. On s'attend toujours à ce que le rythme de progression des investissements fixes des entreprises soit solide, compte tenu des conditions financières très favorables et des pressions concurrentielles accrues, mais qu'il soit tempéré par des perspectives économiques mondiales plus sombres et plus incertaines. Les exportations nettes devraient demeurer une source de faiblesse, du fait de l'atonie de la demande étrangère et des problèmes qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que la croissance sera lente au Canada jusqu'au milieu de 2012, avant de se raffermir alors que la conjoncture économique mondiale s'améliore, que l'incertitude se dissipe et que la confiance remonte. La Banque s'attend à ce que l'économie progresse de 2,1 % en 2011, de 1,9 % en 2012 et de 2,9 % en 2013.

Rapport sur la politique monétaire

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA



Octobre 2011

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données reçues au 21 octobre 2011.

L'économie mondiale a fortement ralenti, plusieurs des risques à la baisse entourant la projection énoncée en juillet s'étant matérialisés. La volatilité des marchés financiers s'est intensifiée et on a observé une baisse généralisée de l'appétit pour le risque dans les marchés mondiaux. Les effets combinés de la réduction en cours du levier d'endettement des banques et des ménages, de l'austérité budgétaire accrue et de la baisse de la confiance des entreprises et des consommateurs devraient retentir sur la croissance dans les économies avancées. La Banque s'attend maintenant à ce que la zone euro, où cette dynamique se manifeste avec le plus d'acuité, connaisse une brève récession. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que la crise de la zone euro sera contenue, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. Aux États-Unis, on prévoit que le recul de la confiance des ménages, le durcissement des conditions financières et le freinage budgétaire plus marqué modéreront la croissance du PIB réel d'ici la fin du premier semestre de 2012, et que la croissance se raffermira graduellement par la suite. Au Japon, les efforts de reconstruction devraient stimuler la croissance en 2012-2013, même si l'économie japonaise sera bridée par la baisse de l'activité à l'échelle mondiale et par la vive appréciation du yen. L'expansion en Chine et dans les autres économies émergentes devrait passer à un rythme plus soutenable, en réaction à la demande extérieure plus faible et aux effets retardés du resserrément passé des politiques. Cette évolution, conjuguée aux baisses récentes des cours des produits de base, devrait contribuer à atténuer les pressions inflationnistes dans le monde.

Faits saillants

- L'économie mondiale a fortement ralenti depuis juillet.
- Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne se sont assombries depuis juillet, le contexte extérieur nettement moins favorable ayant des incidences sur la confiance et la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux.
- La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne progresse de 2,1 % en 2011, de 1,9 % en 2012 et de 2,9 % en 2013.
- On anticipe que l'économie canadienne tournera de nouveau à plein régime à la fin de 2013. L'inflation mesurée par l'IIPC global devrait toucher un creux d'environ 1 % au milieu de 2012, avant de remonter, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % à la fin de 2013.
- Le 7 septembre et le 25 octobre, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne se sont assombries depuis juillet, le contexte extérieur nettement moins favorable ayant des incidences sur la confiance et des échanges commerciaux.

